

CONSIAG S.p.a.

(Comitato di patto)

***Valutazione della operazione di
conferimento delle azioni***

Publiacqua s.p.a.

***in una società di nuova costituzione
(newco) a capitale pubblico.***

Dottore Commercialista Revisore legale

Andrea Parenti

12 maggio 2021

INDICE

1.	Premessa	<i>Pag. 3</i>
2.	Oggetto e finalità del conferimento	<i>Pag. 4</i>
2.1	<i>Oggetto e finalità</i>	<i>Pag. 4</i>
2.2	<i>Data di riferimento</i>	<i>Pag. 6</i>
3.	Procedimento di valutazione	<i>Pag. 7</i>
3.1	<i>Metodi di valutazione</i>	<i>Pag. 8</i>
3.2	<i>Analisi dei criteri e dei metodi di valutazione</i>	<i>Pag. 9</i>
3.2.1	Metodi patrimoniali	<i>Pag. 9</i>
3.2.2	Metodi reddituali e finanziari	<i>Pag. 15</i>
3.2.3	Metodi empirici e misti	<i>Pag. 16</i>
3.3	<i>Scelta dei criteri e dei metodi di valutazione</i>	<i>Pag. 18</i>
3.4	<i>Documentazione di riferimento</i>	<i>Pag. 21</i>
4.	Presupposti e condizioni delle considerazioni	<i>Pag. 23</i>
5.	Il bilancio di Publiacqua	<i>Pag. 24</i>
5.1	<i>Situazione patrimoniale di riferimento</i>	<i>Pag. 24</i>
5.2	<i>Il piano economico finanziario</i>	<i>Pag. 25</i>
5.3	<i>I dati della Autorità Idrica Toscana</i>	<i>Pag. 27</i>
5.4	<i>Analisi di comparazione dei dati (PEF vs AIT)</i>	<i>Pag. 28</i>
5.5	<i>Considerazioni</i>	<i>Pag. 29</i>
5.6	<i>Stima valore di conferimento</i>	<i>Pag. 31</i>
6.	Conclusioni	<i>Pag. 33</i>

1. PREMESSA.

Il sottoscritto Andrea Parenti, Dottore Commercialista, Iscritto all'Albo dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili di Prato, nel Registro dei Revisori Legali Numero 65341, Decreto Ministeriale 13/06/1995 in Gazzetta Ufficiale n.46 BIS del 16/06/1995, sulla base dell'incarico conferitogli, dall'amministratore unico di **Consiag** su mandato congiunto dei soci del "***Patto di sindacato fra i soci pubblici di Publiacqua Spa per la gestione dei rapporti con Acque Blu Fiorentine Spa***", come deciso dal Comitato di Patto in data 16 e 23 aprile 2021 ha proceduto ad effettuare :

- Studio e valutazione dei documenti attinenti, la convenzione di affidamento del servizio idrico integrato con Publiacqua spa, al fine di stimare il valore di rimborso che dovrà essere riconosciuto al Gestore calcolato sulla base del Valore Netto Contabile Regolatorio al termine della concessione.
- Esame del piano economico finanziario di Publiacqua spa relativo al periodo 2021 /2024.
- Stima dei valori di spettanza di Consiag s.p.a. e loro conversione in azioni della "newco".

L'analisi di dati e di informazioni è finalizzata ad individuare i fattori che a giudizio del sottoscritto, possono influenzare la decisione del conferimento in termini economici e finanziari e prescindono dalla valutazione dell'obiettivo di costituire un'organizzata rappresentanza azionaria all'interno della governance della "NEWCO" sia per la gestione di Publiacqua spa che per la transizione relativa alla fine del periodo concessorio.

Lo scrivente ha approfondito con i responsabili della società conferente gli aspetti peculiari delle attività svolte e sono state messe a punto le richieste documentali e le metodologie di verifica ed analisi, utili ad acquisire le informazioni di base relative alla società oggetto di conferimento.

Quanto sopra premesso, tenuto conto di quanto richiamato nei successivi punti di questa relazione, le considerazioni ed i risultati cui si perviene non possono essere assunti per finalità diverse da quelle specificate nel presente incarico.

2. OGGETTO E FINALITA' DEL CONFERIMENTO.

2.1 OGGETTO E FINALITA'.

La finalità dell'incarico è quella di analisi di dati ed informazioni relative ai fattori che possono influenzare la determinazione del valore delle azioni possedute da Consiag in Publiacqua Spa, pari **ad azioni di nominali euro 37.477.828 (24,939%) su un capitale sociale di euro 150.280.057**, iscritte nel proprio bilancio ad **euro 34.522.938** nel contesto di un conferimento in una società di nuova costituzione, dove altri soci pubblici(*Comitato di Patto*) verrebbero a conferire parimenti altre azioni Publiacqua spa, con l'obiettivo di raggiungere in seno alla Newco il 50,1 % del capitale sociale di Publiacqua, per detenere il controllo tramite un unico soggetto giuridico .

L'operazione di conferimento, ha per oggetto la Società **Publiacqua**, che svolge la propria attività nel Settore Idrico Integrato (SII), dove opera in qualità di gestore nell'ex Ambito Territoriale Ottimale n° 3 Medio Valdarno della Toscana, in applicazione del Decreto Legislativo n. 152 del 3 aprile 2006, norma che ha ripreso, in materia di gestione del Servizio Idrico Integrato, gran parte del disposto originariamente disciplinato dalla Legge 36/94 (cd Legge Galli). L'attività viene svolta nella sede di Firenze (Via Villamagna, 90/C) e nelle sedi secondarie di Firenze (Via De Sanctis, 49/51) – Prato (Via del Gelso, 15) – Pistoia (Via Matteotti, 45) – San Giovanni Valdarno (Via C.E. Gadda, 1) – Borgo San Lorenzo (Ple Curtatone e Montanara, 29) – San Casciano Val di Pesa (Via Morrocchesi, 50/A), oltre ad altre 23 sedi locali.

L'attività di Publiacqua è regolata sulla base di una **Convenzione con l'Autorità Idrica Toscana**, Conferenza territoriale n.3 Medio Valdarno, aggiornata con le delibere di cui alla assemblea n°2 del 2021, che prevede all'articolo 3 la seguente durata della convenzione:

Art. 3 Durata della Convenzione (Art. 5 Convenzione Tipo)

1. Tenuto conto del Programma degli Interventi che il Gestore è chiamato a realizzare, sulla base dello sviluppo del Piano Economico-Finanziario, di cui al successivo Articolo, la durata dell'affidamento, fissata in anni 20 decorrenti dal 1 gennaio 2002, è stata successivamente modificata con deliberazione di Assemblea n.2 del 5 marzo 2021

in anni 23 e scadenza al 31 dicembre 2024, salvo quanto disposto agli articoli 39, 40, 41, 46 e 47.

2. Al fine di garantire il mantenimento delle condizioni di equilibrio economico-finanziario, la durata dell'affidamento può essere estesa, entro il termine del periodo regolatorio pro tempore vigente e comunque nei limiti previsti dalle norme vigenti, nei seguenti casi:

a) nuove e ingenti necessità di investimento, anche derivanti da un significativo incremento della popolazione servita, a seguito di processi di accorpamento gestionale, riorganizzazione e integrazione dei servizi ai sensi del comma 2-bis dell'art. 3-bis del d.l. 138/11, come modificato dall'art. 1, comma 609, della L. 23.12.2014 n. 190;

b) mancata corresponsione del valore di subentro da parte del Gestore subentrante, nel rispetto delle pertinenti disposizioni della regolazione dell'Autorità e della presente convenzione.

3. Nei casi di cui al comma 2, il Gestore presenta motivata istanza all'EGA, specificando altresì l'estensione della durata ritenuta necessaria al mantenimento ovvero al ristabilimento delle condizioni di equilibrio economico-finanziario, e ne dà comunicazione all'Autorità. L'EGA decide sull'istanza entro sessanta giorni e trasmette all'Autorità la propria determinazione – unitamente agli atti convenzionali aggiornati - ai fini della sua verifica ed approvazione entro i successivi novanta giorni.

4. La durata dell'affidamento può essere estesa anche in applicazione delle norme di cui all'art. 172 del D.Lgs. n. 152/2006 come modificato dall'art. 7 del D.L. n. 133/2014 convertito dalla L. n. 164/2014.

L'attività richiesta è propedeutica , in caso di adesione di soci sufficiente a garantire il conferimento di almeno il 50,1 % del Capitale sociale di Publiacqua, ad una relazione di stima ai sensi dell' articolo **2343 ter codice civile**, per garantire ai terzi l'effettiva consistenza del patrimonio aziendale ai fini della determinazione dell'aumento di capitale sociale della conferitaria sulla base del **criterio basato su di una perizia di stima** predisposta da un esperto indipendente finalizzato ad accertare che il conferimento in natura possa essere effettuato per un **valore non superiore** a quello *“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 del conferimento”.

Nello specifico caso, concorrendo più soggetti al conferimento del medesimo bene **“azioni Publiacqua”** tutti i conferenti devono far riferimento ad un unico valore delle azioni conferite.

Il progetto complessivo di conferimento nella società che verrà a costituirsi tramite l'aggregazione delle azioni Publiacqua, sarà a controllo pubblico e potrà avere come soci i Comuni, la CM di Firenze e le Province della Regione Toscana, gli enti pubblici, gli enti pubblici economici, le società di capitali ad integrale partecipazione pubblica. L'oggetto sociale sarà esclusivamente l'esercizio, per conto dei soci, delle attività di assunzione e gestione di partecipazioni in società e/o enti costituiti o costituendi ed il loro coordinamento con lo scopo - a titolo esemplificativo e senza che l'elencazione costituisca limitazione od obbligo - di: *assicurare omogeneità, unitarietà e continuità nella gestione delle società partecipate; b. esercitare funzioni di indirizzo strategico e di coordinamento sia dell'assetto organizzativo che delle attività esercitate dalle società partecipate sotto il profilo patrimoniale, finanziario, amministrativo, tecnico ed organizzativo; c. coordinare le partecipate, nelle aree interessate dai propri servizi, anche in ordine ai rapporti con soggetti pubblici in merito a tutte le politiche per lo svolgimento delle attività ricomprese nell'oggetto sociale; d. coordinare le partecipate, nelle aree interessate, in ordine ai rapporti con operatori dei settori ricompresi nell'oggetto sociale allo scopo di favorire e sviluppare l'integrazione migliorando l'economicità complessiva della filiera.*

2.2 DATA DI RIFERIMENTO.

Le considerazioni espresse sulle azioni oggetto di conferimento, si riferiscono al **bilancio al 31.12.2020 di Publiacqua spa**, approvato dai soci che evidenzia un **patrimonio netto di euro 283.106.175** comprensivo di un **risultato di esercizio di euro 25.427.371.**

3. PROCEDIMENTO DI VALUTAZIONE.

La scelta del procedimento e delle metodologie da adottare nello svolgimento di ogni valutazione è in funzione delle caratteristiche dell'oggetto di valutazione (es. azienda o società) e degli obiettivi della valutazione stessa.

Nel nostro specifico caso, concorrendo più soggetti al conferimento del medesimo bene "azioni", tutti i conferenti devono far riferimento ad un unico valore delle azioni conferite.

Nel caso di conferimenti in natura in società, l'art. 2343 ter del codice civile richiede che l'esperto, cui la conferente ha dato l'incarico per l'effettuazione della stima del ramo di azienda oggetto di conferimento, predisponga una relazione giurata contenente *"la descrizione dei beni o dei crediti conferiti, l'indicazione dei criteri di valutazione adottati e l'attestazione che il loro valore è almeno pari a quello ad essi attribuito ai fini della determinazione del capitale sociale e dell'eventuale sovrapprezzo"*.

La finalità della stima, secondo la norma riportata, è quella di garantire l'esistenza e l'entità del patrimonio nella misura stabilita in perizia in quanto la società conferitaria è chiamata a rispondere delle obbligazioni sociali esclusivamente con il proprio patrimonio.

Il perito deve uniformare il proprio operato a tali norme, le quali mirano a tutelare gli interessi dei terzi, creditori sociali o comunque interrelati con la società conferitaria, e degli eventuali futuri acquirenti delle azioni della conferitaria.

Come è noto non esistono formule o regole definite cui attenersi per effettuare valutazioni di aziende o di parti di esse. La dottrina e la prassi professionale hanno tuttavia sviluppato criteri (e metodologie) che riscontrano generale accettazione presso gli operatori.

Questi criteri si differenziano tra loro in quanto pongono l'enfasi su aspetti diversi dell'azienda da valutare. Essi, inoltre, seppure corretti sotto il profilo concettuale, presentano problemi peculiari nella loro applicazione pratica, derivanti dalla corretta identificazione delle variabili essenziali delle formule applicabili.

I metodi di valutazione debbono essere pertanto opportunamente scelti, a seconda della natura e delle caratteristiche dell'azienda da valutare, nonché delle finalità della valutazione stessa.

Prima di illustrare i metodi che si è scelto di adottare nel caso in questione, riteniamo opportuno indicare brevemente i caratteri fondamentali di quelli che vengono comunemente proposti dalla dottrina e dalla prassi professionale prevalente.

3.1 METODI DI VALUTAZIONE

I principali metodi di valutazione definiti in dottrina ed usati nella prassi sono:

- Metodi patrimoniali
- Metodo reddituale
- Metodo finanziario
- Metodi di borsa
- Metodi empirici
- Metodi misti

di seguito sono espone le principali caratteristiche dei metodi citati.

Metodi patrimoniali

Secondo i metodi patrimoniali il valore è il risultato di una valutazione a valori correnti (di mercato o di stima), in ipotesi di continuità di gestione di tutte le attività materiali ed immateriali (nei casi in cui esse possano essere determinate singolarmente), debitamente diminuite di tutte le passività. Questi metodi forniscono un'indicazione della solidità patrimoniale di un'azienda, prescindendo dall'aspetto reddituale della stessa. Giova sottolineare che tali metodi – che si fondano sul principio della valutazione analitica dei singoli elementi che compongono l'attivo ed il passivo dello Stato Patrimoniale di un'azienda – possono essere di tipo “semplice” (laddove all'attivo vengono valutati unicamente i beni materiali oltre ai crediti ed alla liquidità) e di tipo “complesso” (laddove, al contrario, si provvede alla valutazione, in aggiunta alle poste individuate dal metodo “semplice”, anche di alcuni beni immateriali, quali know-how e avviamento).

Metodi reddituali

I metodi reddituali ravvisano nella capacità reddituale l'elemento fondamentale ai fini della valutazione. Tali metodi trovano spesso applicazione nelle aziende commerciali e di servizi, o qualora gli aspetti reddituali siano prevalenti rispetto a quelli patrimoniali.

Metodi finanziari

I metodi finanziari, nella loro applicazione teorica, si basano sul presupposto che il valore di un'azienda sia rappresentato dalla somma algebrica del valore attuale dei flussi di cassa che la stessa sarà in grado di generare nel futuro. Tali metodi trovano spesso applicazione in quei casi in cui sono disponibili proiezioni economiche e patrimoniali di medio-lungo termine esaustive, complete ed affidabili.

Metodi di Borsa

I metodi di Borsa consistono nel riconoscere all'azienda un valore pari a quello attribuitole dal mercato borsistico, a prescindere dagli effettivi valori patrimoniali e reddituali. Tali metodi possono essere utilizzati anche per la valutazione di aziende con titoli non quotati, ma che abbiano caratteristiche assimilabili ad aziende quotate.

Metodi empirici

I metodi empirici si basano su grandezze che mutano di caso in caso (appunto grandezze empiriche) e che, per l'industria, possono individuarsi nel fatturato e nel numero di unità produttive, per le banche nella raccolta e nel numero degli sportelli, per le aziende di servizi nel portafoglio clienti etc.

Metodi misti

I metodi misti considerano la dimensione e la struttura del patrimonio dell'azienda e la redditività media attesa, tenendo conto, per la determinazione della redditività, sia del trend storico, sia di quello prospettico.

3.2 ANALISI DEI CRITERI E DEI METODI DI VALUTAZIONE.

3.2.1 Metodi patrimoniali

I metodi patrimoniali puri (semplici), generalmente sono idonei ad offrire una valutazione complessiva statica di un'azienda. Peraltro solo in specifiche ipotesi tali

metodi sono di per sé autonomi e sufficienti, sotto il profilo metodologico e funzionale, per completare la valutazione dell'azienda considerata.

Tale assunto si verifica sia nel caso di valutazione delle cosiddette "società - contenitori", vale a dire di quelle società che sono detentrici di beni (siano essi partecipazioni ovvero fabbricati ed altri immobilizzazioni) ma che nulla aggiungono alla capacità di flusso ed ai rischi incorporati negli assets di cui sono titolari (in modo particolare, delle società holding pure e delle società immobiliari pure che si limitano alla gestione degli immobili in proprietà) sia nelle ipotesi nelle quali il valore complessivo degli elementi patrimoniali non varia notevolmente con il variare della presunta capacità di reddito dell'azienda oggetto di valutazione.

In queste ipotesi le valutazioni che producono un effetto sostanziale per individuare il valore della società, infatti, riguardano le minusvalenze e plusvalenze rispetto ai valori contabili.

Il metodo patrimoniale complesso è basato sul principio dell'espressione a valori correnti dei singoli componenti attivi e passivi che formano il patrimonio aziendale ovvero, nel caso di specie, il patrimonio del singolo ramo di azienda oggetto di conferimento.

Con specifico riferimento ai componenti attivi, il processo valutativo fa riferimento ai beni materiali ed immateriali che risultano dalla situazione contabile della società.

La valutazione di un'azienda con il metodo patrimoniale complesso richiede un accurato esame di tutti gli aggregati del patrimonio, i quali vengono espressi in base a criteri di valutazione che, per la maggior parte, differiscono da quelli normalmente utilizzati per la redazione del bilancio d'esercizio di una società in normale funzionamento.

Il metodo conduce alla determinazione del cosiddetto "Capitale Netto Rettificato" (K) in presenza di beni immateriali il quale è generalmente definito dalla somma algebrica tra il capitale netto contabile (C), le plusvalenze (P) e le minusvalenze (M) accertate e il valore attribuito ai beni immateriali (I) eventualmente non contabilizzati. Pertanto la formula generalmente adottata per determinare K è la seguente:

$$K = C + [(P1 + P2 + \dots) - (M1 + M2 + \dots)] + I$$

I principali criteri di valutazione normalmente utilizzati per ottenere una situazione patrimoniale rettificata possono essere così sintetizzati, con riferimento ad una impresa con le caratteristiche di quella in esame:

- i beni strumentali sono valutati in base al costo di ricostruzione a nuovo, inteso come il costo necessario per costruire o acquistare gli stessi beni basandosi su tecnologie e materiali correnti, ed in modo tale che essi siano in grado di sostituire quelli attualmente in uso presso l'azienda, mantenendo la medesima capacità produttiva e la stessa resa. Una volta stimato il costo di ricostruzione a nuovo si procede ad una serie di rettifiche atte a riflettere il deperimento fisico, l'obsolescenza tecnologica e quella funzionale;
- i crediti ed i debiti sono esposti al valore netto di presunto realizzo od estinzione, attualizzando eventuali crediti/debiti a lunga scadenza, tenendo inoltre conto, per i debiti gravati da interessi, del livello dei tassi corrisposti agli enti finanziatori;
- per i fondi accesi alle spese future, al trattamento di fine rapporto ed a passività potenziali, ne viene valutata la congruità e la pertinenza.

Come già precisato, oltre ad adottare i criteri testé esposti, può essere data una valorizzazione anche ai beni immateriali a prescindere dal loro trattamento contabile.

3.2.2 Metodi reddituali e finanziari

I metodi reddituali e finanziari, nella loro applicazione teorica, si basano sul presupposto che il valore di un'azienda sia rappresentato dalla somma algebrica del valore attuale dei redditi o dei flussi di cassa che la stessa sarà in grado di generare nel futuro. Tali metodi trovano spesso applicazione in quei casi in cui sono disponibili proiezioni economiche e patrimoniali di medio-lungo termine esaustive, complete ed affidabili. I metodi finanziari, nella loro applicazione teorica, si basano sul presupposto che il valore di un'azienda sia rappresentato dalla somma algebrica del valore attuale dei flussi di cassa che la stessa sarà in grado di generare nel futuro.

In genere l'esplicitazione di questi metodi determina una riclassificazione del conto economico sulla base del criterio di evidenza dei margini più significativi:

- **valore aggiunto:** dato dalla differenza tra valore della produzione e costi per acquisto di materie prime (al netto della variazione rimanenze materie prime), servizi,

godimento beni di terzi, e oneri diversi di gestione, identifica qual è il margine che residua all'azienda al netto dei costi dei fattori produttivi, senza considerare costi del personale e ammortamenti. A sua volta tale margine può essere interpretato come la ricchezza che, successivamente al momento della produzione, potrà essere distribuita fra tutti i partecipanti all'attività economica svolta nell'ambito aziendale;

- **margine operativo lordo (EBITDA):** questo margine, dato dalla differenza tra valore aggiunto e costi del personale, è molto significativo: esso può essere considerato quasi un flusso di cassa operativo (nel caso in cui tutti i ricavi e i costi operativi venissero incassati e pagati, il flusso di cassa generato dalla gestione operativa sarebbe proprio il margine operativo lordo) e rapportato al fatturato indica la capacità dell'azienda di autofinanziarsi;
- **risultato operativo netto (EBIT):** sottraendo all'EBITDA gli ammortamenti e gli accantonamenti si ottiene questo margine che esprime la redditività operativa dell'azienda, ovvero il risultato che è in grado di generare con la sola gestione caratteristica, senza tenere in considerazione aspetti finanziari, straordinari e fiscali;
- **reddito corrente:** determinato dalla differenza tra EBIT e gestione finanziaria, esprime la redditività aziendale senza considerare le componenti non ricorrenti, ovvero le poste straordinarie.

I metodi finanziari prendono poi in esame il rendiconto finanziario che è un documento che le aziende non devono predisporre obbligatoriamente, visto che ancora non è richiesto dal Codice Civile e dai Principi contabili nazionali, ma è in realtà un documento molto significativo, che consente di capire se l'azienda ha generato cassa nel corso dell'ultimo esercizio e quali sono in particolare all'interno dell'azienda le gestioni che hanno creato o assorbito cassa.

Il rendiconto finanziario analizza quindi i seguenti flussi di cassa:

- flussi di cassa generato dalla gestione operativa; un valore positivo di questo flusso indica che l'azienda è in grado di generare cassa con l'attività operativa; un valore negativo è un dato preoccupante perché significa che l'azienda brucia cassa con l'attività caratteristica e sarà quindi costretta a riequilibrare la propria struttura finanziaria ricorrendo all'indebitamento bancario o dismettendo immobilizzazioni; il flusso di cassa operativo può assumere valori negativi, ad esempio, in caso di ridotta marginalità operativa e di incrementi significativi del capitale circolante;

- flussi di cassa generato dagli investimenti: questo flusso di cassa può essere negativo per quelle società che investono molto in capitale immobilizzato e quindi ogni anno, ad esempio, devono acquistare nuovi impianti o rinnovare quelli già esistenti;
- flusso di cassa generato dai finanziamenti: il flusso di cassa generato a questo livello può essere positivo nel caso in cui la società abbia contratto finanziamenti nel corso dell'anno e negativo se la società ha ridotto l'indebitamento finanziario rimborsando, ad esempio, le quote di un mutuo acceso in esercizi precedenti.
- Al flusso di cassa dopo i finanziamenti vengono aggiunti/sottratti i risultati della gestione finanziaria (composta ad esempio da interessi ed oneri corrisposti alle banche, proventi finanziari da partecipazioni) e della gestione straordinaria, in modo tale da ottenere il flusso di cassa netto ovvero quanta cassa è stata prodotta o assorbita complessivamente nell'esercizio analizzato.

I flussi finanziari futuri debbano risultare da budget/previsioni basati su presupposti ragionevoli e sostenibili che coprano un orizzonte temporale massimo di cinque anni. Le proiezioni dei flussi finanziari successivi al periodo coperto dall'orizzonte temporale previsto da tali budget/previsioni devono essere determinate sulla base di un tasso di crescita stabile, calante o addirittura negativo, a meno che un tasso crescente possa essere giustificato da validi motivi.

Il tasso di attualizzazione deve essere il tasso al lordo delle imposte che rifletta le valutazioni correnti di mercato:

1. del valore temporale del denaro;
2. dei rischi specifici dell'attività.

Il tasso di attualizzazione deve quindi riflettere il rendimento che gli investitori richiederebbero se si trovassero nella situazione di dover scegliere un investimento che generasse flussi finanziari di importi, tempistica e rischio equivalenti a quelli derivanti dall'attività oggetto di analisi.

La corretta determinazione del tasso fa in genere riferimento alla teoria del CAPM e al WACC; inoltre il rispetto della coerenza tra flussi finanziari futuri e tasso di attualizzazione di tali flussi richiede l'analisi dei seguenti aspetti:

- inflazione: se il tasso di attualizzazione include l'effetto degli aumenti dei prezzi imputabili all'inflazione generale, i flussi finanziari futuri sono stimati al loro valore

nominale. Nel caso in cui, al contrario, il tasso di attualizzazione escludesse l'effetto degli aumenti dei prezzi imputabili all'inflazione generale, i flussi finanziari futuri andrebbero stimati al loro valore reale;

- fiscalità: il tasso di attualizzazione va determinato al lordo delle imposte, per tale motivo anche i flussi finanziari futuri dovranno essere calcolati al lordo degli effetti fiscali.

Il costo medio ponderato del capitale (WACC). I flussi finanziari individuati sono quelli di natura operativa, destinati alla remunerazione di tutti i fornitori di capitale, azionisti e terzi, per la stima del tasso di attualizzazione al “costo medio ponderato del capitale” e a “tecniche valutative quale il Capital Asset Pricing Model”. Il Costo medio ponderato del capitale (WACC) è definito come segue.

$$\mathbf{WACC = w_e i_e + w_d i_d (1-t)}$$

dove i simboli assumono il seguente significato:

w_e Peso attribuito al capitale proprio;

w_d Peso attribuito al capitale di terzi (debiti onerosi);

i_e Costo del capitale proprio;

i_d Tasso di interesse medio sul capitale di terzi (debiti onerosi);

t aliquota fiscale;

Stando alle indicazioni fornite dal Consiglio Nazionale Dottori Commercialisti e dal Consiglio Nazionale Ragionieri nel documento “Guida all'applicazione dell'Impairment Test dello IAS 36” sulla base della seguente formula:

$$\mathbf{WACC' = WACC / (1-t)}$$

dove i simboli assumono il seguente significato:

WACC' Tasso al lordo delle imposte

WACC Tasso al netto delle imposte

t aliquota fiscale;

Il procedimento di stima del costo del capitale proprio *Capital Asset Pricing Model* (CAPM), è comunemente definito come il rendimento medio atteso dal capitale di rischio investito nell'impresa, ossia il costo opportunità del capitale azionario dell'impresa considerata.

Secondo le indicazioni fornite dalla dottrina e dalla prassi professionale, la stima del costo del capitale proprio i_e è effettuata sulla base del *Capital Asset Pricing Model* (CAPM), che trova espressione nella seguente formula:

$$i_e = r_f + \beta \cdot (r_m - r_f)$$

dove:

r_f rappresenta il rendimento reale di un portafoglio a rischio nullo. La prassi valutativa, in relazione alle oggettive difficoltà insite nella costruzione di un simile portafoglio, è solita far riferimento al rendimento medio dei titoli di stato a medio/lungo termine;

r_m rappresenta il rendimento atteso del portafoglio di mercato, contenente quindi tutti i titoli presenti sul mercato;

$(r_m - r_f)$ rappresenta quindi il *premio per il rischio di mercato*;

β è un indice che misura la sensibilità globale dei prezzi di un titolo alle variazioni generali del mercato nel suo complesso; è pertanto indicativo del rischio sistematico o di mercato del titolo azionario considerato.

In sintesi, diremo che un $\beta > 1$ è indicativo di un titolo “aggressivo”, che si muove cioè nella stessa direzione del mercato ma con un’intensità maggiore; come tale è indice di un titolo maggiormente esposto a possibili oscillazioni dei rendimenti, quindi rischioso. Viceversa, titoli con $\beta < 1$ sono considerati “conservativi” in quanto contraddistinti da una propensione all’oscillazione minore rispetto a quella del mercato nel suo complesso, come tale è indice di un rischio inferiore a quello complessivo di mercato.

Costo del capitale di terzi

Il costo del capitale di debito i_d della Società, da utilizzare ai fini del calcolo del **WACC**, è pari al tasso medio del capitale di terzi (tasso medio sui debiti onerosi esclusi dal calcolo dei flussi finanziari unlevered) i_d , tenendo conto della deducibilità fiscale degli interessi passivi.

Struttura finanziaria della Società

I tassi sopra definiti, rappresentando il costo opportunità di tutte le componenti del capitale, azionario e di debito, devono essere ponderati in relazione alla struttura finanziaria della Società.

Ai fini della stima della struttura finanziaria della Società, ossia della definizione dei pesi w_e e w_d , diversi approcci alternativi sono proposti dalla dottrina e dalla prassi professionale. In particolare, i pesi possono essere determinati sulla base di diversi approcci:

◇ Struttura finanziaria della Società alla data di riferimento della valutazione, utilizzando i valori di mercato del capitale proprio e del capitale di terzi. Tale approccio si basa sull'ipotesi che l'attuale struttura finanziaria della Società sia rappresentativa della composizione tendenziale del capitale;

◇ Struttura finanziaria prospettica della Società. Questa può essere a sua volta definita sulla base di:

- Valori medi di mercato del capitale proprio e del capitale di terzi, rilevati sulla base di un campione di imprese comparabili. Tale approccio si fonda sul presupposto che la struttura finanziaria della Società si allineerà a quella dei suoi *competitors*;
- Valori medi del capitale proprio e del capitale di terzi previsti dal management della Società ed incorporati nelle ipotesi di piano. Secondo tale approccio, vengono fatte previsioni esplicite sulla composizione prospettica del capitale della Società.

La complessità di applicazione dei metodi finanziari, legata alla variabilità delle previsioni e della variabilità di tutti gli elementi presi in esame per la sua esplicitazione, determinano una sua applicazione soprattutto in sede di valorizzazione delle aziende ai fini di compravendite o valutazioni finalizzate alla quotazione o di *impairment test* per le società che redigono il bilancio secondo i principi contabili internazionali che sono obbligate, nei casi previsti dallo IAS 36, a svolgere un *Impairment Test* sulle attività iscritte a bilancio.

3.2.3 Metodi empirici e misti

Per quanto riguarda i metodi di valutazione empirici, si osserva come l'utilizzo di tali metodologie, basate su formule pratiche atte a valorizzare, risulti strettamente legata alla disponibilità di aggiornate informazioni in merito a trattative di compravendita relative ad aziende analoghe a quella che detiene i beni oggetto di valutazione.

I criteri empirici sono basati sull'osservazione e sulla valutazione dei prezzi espressi dal mercato per transazioni aventi per oggetto beni analoghi e che presenta un metodo nelle due diverse versioni del Tasso di Royalty Comparabile o dei Multipli di Mercato.

I metodi di Borsa consistono nel riconoscere all'azienda un valore pari a quello attribuitole dal mercato borsistico, a prescindere dagli effettivi valori patrimoniali e reddituali. Tali metodi possono essere utilizzati anche per la valutazione di aziende con titoli non quotati, ma che abbiano caratteristiche assimilabili ad aziende quotate. Si fondano sull'analisi della relazione esistente, per un campione di aziende quotate similari all'azienda oggetto di valutazione, tra l'andamento dei prezzi di borsa ed alcuni parametri economico patrimoniali (es. ricavi, EBIT, EBITDA, patrimonio netto, etc.).

I criteri misti assumono più metodi, anche come loro media, prendendo talvolta in considerazione criteri analitici fondati sull'esame e sulla valutazione di una serie storica di dati e possono assumere diversi approcci nella valutazione di singoli assets:

- Metodo del costo nelle sue due versioni del Costo Storico Residuale e del Costo di Riproduzione;
- Metodo economico nelle versioni dei Risultati Differenziali o del Costo della Perdita;

Più in dettaglio, i metodi di valutazione analitica di comune utilizzo nella pratica aziendale sono i seguenti:

- determinazione del valore residuo dei costi effettivamente sostenuti per l'ottenimento dei beni (Metodo del Costo Storico);
- attualizzazione dei costi da sostenere per riprodurre i medesimi beni (Metodo del Costo di Riproduzione);
- attualizzazione dei redditi differenziali conseguibili per effetto del possesso dei beni (Metodo dei Risultati Differenziali);
- attualizzazione delle perdite che si subirebbero nell'ipotesi di cessione dei beni (Metodo del Costo della Perdita).

Il primo procedimento è basato sull'individuazione dei costi sostenuti in passato, contabilizzati o meno, per la creazione del bene immateriale e nella loro espressione a prezzi correnti, al netto del deperimento nel frattempo intervenuto.

Il secondo procedimento si basa sulla stima dei costi da sostenere per sostituire ovvero creare nuovamente il bene oggetto di valutazione; in tale ipotesi il valore si ottiene

quindi stimando l'investimento complessivo necessario per ottenere tutti quei benefici che il bene esistente è in grado di offrire in via immediata.

Con il terzo procedimento vengono quantificati i particolari vantaggi offerti dal bene oggetto di stima isolando, per quanto possibile, i risultati differenziali conseguibili per effetto del possesso del bene ed attualizzandone la consistenza economica.

Il procedimento in esame è di difficile applicazione in quanto comporta la necessità di individuare ricavi e costi di pertinenza del bene immateriale o materiale preso in considerazione.

Il quarto procedimento consiste nel calcolare il costo che dovrebbe sopportare il soggetto che si privi del bene; tale costo viene generalmente espresso in termini di contrazione dei margini di contribuzione e di incremento dei costi necessari per far fronte, entro un certo periodo di tempo, alle difficoltà originate da tale perdita.

Le considerazioni svolte illustrando i criteri che possono essere adottati per effettuare la valutazione delle aziende evidenziano come la stima di tali beni risulti estremamente complessa e presenti in generale, notevoli difficoltà, specie se associati a valutazioni di carattere reddituale e finanziario, che per loro natura si basano o su trend storici o su previsioni di budget che per loro insita caratteristica potrebbero essere non ripetibili o non conseguiti secondo le previsioni.

3.3 SCelta DEI CRITERI E DEI METODI DI VALUTAZIONE.

Sulla base di quanto riportato nei paragrafi **3.1** e **3.2**, in relazione alle caratteristiche:

- dell'operazione nel suo complesso;
- dell'attività svolta da **Publiacqua**;
- della concessione sulla base della quale la società svolge la sua attività;

ritengo che il **metodo patrimoniale** sia il più consono ai fini della determinazione del capitale economico delle predette azioni, in quanto il patrimonio è l'elemento e più obiettivo per esprimere il valore delle azioni di una società che opera in concessione, dal momento che l'**Art. 40 - Procedura di subentro alla gestione unica d'ambito e corresponsione del valore di rimborso al Gestore uscente (Art. 13 Convenzione Tipo)** prevede:

1. L'EGA è tenuto ad avviare la procedura di individuazione del nuovo soggetto Gestore almeno diciotto mesi prima della scadenza naturale della convenzione e, nel caso di cessazione anticipata entro tre mesi dall'avvenuta cessazione.

2. L'EGA verifica la piena rispondenza tra i beni strumentali e le loro pertinenze, necessari per la prosecuzione del servizio, e quelli da trasferire al Gestore entrante.

3. L'EGA dispone l'affidamento al Gestore unico entro i sei mesi antecedenti la data di scadenza dell'affidamento previgente, comunicando all'Autorità le informazioni relative all'avvenuta cessazione e al nuovo affidatario.

4. L'EGA individua, con propria deliberazione da sottoporre all'approvazione dell'Autorità, su proposta del Gestore uscente, sentiti i Finanziatori, il valore di rimborso in base ai criteri stabiliti dalla pertinente regolazione dell'Autorità, prevedendone l'obbligo di corresponsione da parte del Gestore subentrante entro il novantesimo giorno antecedente all'avvio del nuovo affidamento. A tal fine, il Gestore formula la propria proposta entro i nove mesi antecedenti la data di scadenza della concessione; l'EGA delibera entro sessanta giorni dal ricevimento della proposta e trasmette all'Autorità la propria determinazione per la sua verifica e approvazione entro i successivi sessanta giorni.

5. **Il valore di rimborso che dovrà essere riconosciuto al Gestore è calcolato sulla base del Valore Netto Contabile Regolatorio al termine della concessione. A tale valore dovranno essere aggiunti la valorizzazione delle partite pregresse e dei conguagli, nonché il saggio a copertura degli oneri di garanzia eventualmente richiesto dai finanziatori e il recupero dell'onere fiscale sostenuto dal Gestore uscente sulla componente FONI, per la quota parte non recuperata con l'ammortamento dei cespiti, realizzati con le risorse generate dalla menzionata componente, la cui vita utile non è determinata al momento della scadenza dell'affidamento, salvo la necessità di conguaglio, da verificare dopo che sia stato definitivamente chiuso il bilancio dell'ultimo anno di convenzione.**

Detti importi vengono, infine, rivalutati, ove ciò sia conforme alla normativa vigente al momento della scadenza dell'affidamento, in base all'indice ISTAT dei prezzi alla produzione dei prodotti industriali riferito ai beni finali di investimento, a decorrere dalla data di acquisizione del relativo cespite. Le modalità di tale rivalutazione sono

definite dall'Autorità in coerenza col sistema tariffario vigente al momento della scadenza dell'affidamento.

6. In caso di disaccordo del Gestore in ordine alla determinazione del valore di subentro effettuata dall'EGA, il Gestore medesimo può presentare le proprie osservazioni all'Autorità entro trenta giorni dall'adozione del provvedimento dell'EGA. L'Autorità tiene conto di tali osservazioni nell'ambito del procedimento di verifica e approvazione.

7. A seguito del pagamento del valore di subentro di cui al precedente comma, il Gestore uscente cede al Gestore subentrante tutti i beni strumentali e le loro pertinenze necessari per la prosecuzione del servizio, come individuati dalla ricognizione effettuata d'intesa con l'EGA sulla base dei documenti contabili. In alternativa al pagamento, in tutto o in parte, del valore di subentro, il Gestore subentrante può subentrare nelle obbligazioni del gestore uscente alle condizioni e nei limiti previsti dalle norme vigenti, con riferimento anche al disposto dell'art. 1406 del codice civile.

8. Ai sensi di quanto disposto dalla normativa di settore, il personale che precedentemente all'affidamento del servizio risulti alle dipendenze del Gestore uscente, ove ne ricorrano i presupposti e tenendo conto anche della disciplina del rapporto di lavoro applicabile in base al modello organizzativo prescelto nonché a seguito di valutazioni di sostenibilità ed efficienza Convenzione di affidamento rimesse all'EGA, può essere soggetto al passaggio diretto ed immediato al nuovo Gestore del servizio idrico integrato.

9. In caso di mancato pagamento del valore di subentro, come determinato dall'EGA, nel termine indicato, il Gestore uscente prosegue nella gestione del SII fino al subentro del nuovo Gestore - limitatamente alle attività ordinarie, fatti salvi gli investimenti improcrastinabili individuati dall'EGA unitamente agli strumenti per il recupero dei correlati costi - attraverso la proroga della convenzione entro il termine del periodo regolatorio pro tempore vigente e comunque nei limiti previsti dalle norme vigenti; ove si verifichi tale condizione, sono immediatamente escusse le garanzie prestate dal Gestore entrante al momento della sottoscrizione del contratto, ed è avviato nei confronti del Gestore entrante, ove ne ricorrano i presupposti, un procedimento sanzionatorio per mancata ottemperanza all'obbligo di versamento del valore residuo

La scelta del metodo patrimoniale è effettuata anche in considerazione della finalità della operazione, onde prudentemente valutare le azioni in funzione di una sottoscrizione di *aumento di capitale sociale*, che:

- **da un lato** deve fornire “*l’attestazione che il loro valore è almeno pari a quello ad essi attribuito ai fini della determinazione del capitale sociale e dell’eventuale sovrapprezzo,*” per garantire ai terzi l’effettiva consistenza del patrimonio aziendale;
- **dall’altro** fornire ai Soci della conferitaria gli elementi per stabilire il valore equo di trasferimento nella determinazione del capitale sociale e sovrapprezzo corrispondente al conferimento medesimo ad una determinata data;

tenuto presente che il contesto di tale operazione, non ha come finalità la variazione della titolarità delle azioni in funzione di una vendita, ma bensì la creazione di un soggetto che casomai sia in grado di ampliare il possesso del contenuto aziendale di Publiacqua spa.

In ragione di quanto sopra espresso le variazioni economiche che si determineranno nella società Publiacqua da ora fino alla fine della concessione 31.12.2024, influenzeranno il conto economico, quindi il risultato d’esercizio che in quota parte si riverserà sui SOCI della Newco.

L’obiettivo è quindi quello di stabilire se ragionevolmente l’attuale patrimonio contabile è rappresentativo del valore della società, la quale al termine della concessione vedrà la possibilità di monetizzare l’attivo investito sulla base dei criteri indicati dalla convenzione idrica all’articolo 40.

L’indagine quindi deve appurare se il patrimonio netto attuale, non subirà decrementi per effetto di contabilizzazioni che non rispecchino il “*fair value*” delle componenti aziendali, alla data del 31.12.2020; inoltre non essendo la finalità una cessione, non è necessario individuare un avviamento legato alla redditività dei prossimi esercizi in quanto, il risultato dei medesimi verrà attribuito alle azioni nella medesima percentuale di possesso “*ultimo*” al netto di eventuali effetti fiscali.

3.4 DOCUMENTAZIONE DI RIFERIMENTO.

Ai fini della determinazione del valore corrente teorico delle azioni Publiacqua lo scrivente ha utilizzato la seguente documentazione principale:

- ◇ Bilancio al 31.12.2019 ed al 31.12.2020 della società Publiacqua s.p.a., con relazione dei sindaci e della società di revisione prive di eccezioni.
- ◇ Piano economico finanziario (P.E.F.) redatto dalla società Publiacqua con riferimento agli anni dal 2021 al 2024 redatto dalla medesima al fine di ottenere dal sistema creditizio finanziamenti da restituire integralmente entro il 31.12.2024.
- ◇ Le informazioni ottenute dalla **l'Autorità Idrica Toscana**, Conferenza territoriale n.3 Medio Valdarno relative al **valore di rimborso** che dovrà essere riconosciuto al Gestore Publiacqua **calcolato sulla base del Valore Netto Contabile Regolatorio al termine della concessione**, stimato sulla base degli investimenti effettuati e su quelli da effettuare fino al termine della concessione.

4. PRESUPPOSTI E CONDIZIONI DELLE CONSIDERAZIONI.

Lo scrivente dichiara che le considerazioni sono subordinate a questi presupposti ed a queste condizioni limitatrici di seguito espressi.

1. La finalità delle considerazioni è quella di pervenire alla valutazione del valore delle azioni di Publiacqua alla chiusura del bilancio 2020; non si esclude che, ove intervengano distribuzioni di dividendi o fatti relativi all'esercizio 2021 ancora non noti o modifiche legislative o concessorie, le considerazioni sarebbero potuto risultare diverse da quello che potrebbe essere determinato in una perizia fatta in epoca successiva.
2. Sono stati effettuati riscontri contabili e verifiche di dati sul bilancio di Publiacqua spa, nella misura ritenuta necessaria al caso e sono stati richiesti ed esaminati documenti di carattere generale utili ad acquisire le informazioni di base.
3. L'attribuzione di valore sottintende le condizioni di mercato quindi politiche, sociali ed economiche, in essere al momento. Esclude quindi la eventualità ed i conseguenti effetti di sovvertimenti politici, sociali, economici, atmosferici estesi o a carattere locale, protratti nel tempo e di cambiamenti legislativi significativi.
4. Parimenti la valutazione è stata effettuata alla luce di elementi di previsione ragionevolmente ipotizzabili; non si tiene conto della possibilità del verificarsi di eventi esterni di natura straordinaria o non prevedibile, ad esempio la modifica del periodo concessorio. L'incarico affidato al sottoscritto non ha previsto lo svolgimento di attività specifiche di "due diligence", né di revisione contabile sui bilanci della società, né verifiche o accertamenti circa l'eventuale sussistenza di passività di natura fiscale, contrattuale, previdenziale, al di fuori di quanto riportato nei bilanci stessi che sono comunque soggetti a revisione legale da parte di società di revisione. La responsabilità della veridicità, completezza, accuratezza e idoneità dei documenti, dei dati e delle informazioni utilizzate ricade, quindi, unicamente sulla società Publiacqua spa che li ha forniti.
5. La relazione non è finalizzata ad esprimere alcuna opinione relativamente al valore strategico del progetto sottostante, né a fornire un parere sul valore delle azioni conferite in ipotesi diversa da quella del conferimento in una nuova società a totale controllo pubblico.

5. IL BILANCIO DI PUBLIACQUA

5.1 SITUAZIONE PATRIMONIALE DI RIFERIMENTO.

La situazione patrimoniale relativa agli elementi attivi e passivi, con riferimento al **31 dicembre 2020**, presenta un patrimonio netto di **euro 283.106.075** comprensivo dell'utile di esercizio 2020 di euro 25.427.371, è la seguente:

Attività		Passività	
<i>Immobilizzazioni immateriali</i>	336.783.952	<i>Fondi per rischi ed oneri</i>	12.710.766
<i>Immobilizzazioni materiali</i>	164.505.232	<i>Tratt. fine. rapporto.</i>	5.165.285
<i>Immobilizzazioni finanziarie</i>	618.503	<i>Fondi per rischi oneri</i>	187.077
Totale immobilizzazioni	501.907.687	<i>Debiti verso banche</i>	197.591.702
Rimanenze	998.174	<i>Acconti</i>	31.019.721
Crediti commerciali (1)	134.924.772	<i>Fornitori</i>	60.621.823
Crediti imposte anticipate.	10.926.242	<i>Debiti altri</i>	22.875.809
Crediti altri (2)	20.064.266	Totale passività	348.048.234
Totale attività non immobilizzate	165.915.280	Ratei e risconti (3)	60.904.873
Disponibilità	22.583.990	Capitale sociale	150.280.057
Ratei e risconti	654.051	Riserve ed utili	132.826.018
-		Patrimonio netto	283.106.075
Totale Attività	692.059.182	Totale P.N.e Passività	692.059.182

(1) di cui euro 57.877.456 di crediti per conguagli derivanti da mancata copertura tariffaria.

(2) contengono euro 11.833.185 per crediti verso enti per contributi in conto impianti già deliberati.

(3) nella quasi totalità sono contributi pubblici che vengono stornati in relazione agli ammortamenti dei cespiti a cui si riferiscono.

L'utile netto di esercizio, nel 2020 è stato di circa 25,4 milioni di euro, diminuito di 13,9 milioni di euro (-35,3%) rispetto al risultato ottenuto nel 2019; la riduzione dell'utile è imputabile agli ammortamenti, che rappresentano una componente di costo, incrementatisi nel 2020 per 19,3 milioni di euro (+26,8%) rispetto al 2019. L'incremento degli ammortamenti risulterà più evidente nel piano 2021-2024, per effetto del volume degli investimenti realizzati e alle modalità di ammortamento dei

principali cespiti patrimoniali, per i quali approssimandosi la scadenza della concessione, devono riflettere i valori indicati dall'autorità idrica in termini di valore finale di rimborso alla scadenza del 31.12.2024.

5.2 PIANO ECONOMICO FINANZIARIO 2021/2024.

Per i suoi impegni finanziari Publiacqua ha predisposto un piano economico finanziario (PEF):

CONTO ECONOMICO euro	2021	2022	2023	2024
Ricavi da Tariffa (attività SII "a") netto Revol a+2 e RC	247.380.197	245.441.738	247.959.883	237.485.670
Ricavi da altre attività idriche "Rb"	2.525.439	2.525.439	2.525.439	2.525.439
Ricavi da SII non tariffari (attività SII "Ra")	347.635	347.635	347.635	347.635
ricavi al_a5 non compresi nei precedenti	2.617.159	2.617.159	2.617.159	2.617.159
Ricavi attività non idriche "c" e "d"	1.460.341	1.460.341	1.460.341	1.460.341
altri ricavi (+premi - VRG a ag tariff)	(2.059.815)	(2.059.815)	(2.059.815)	(2.059.815)
Capitalizzazioni investimenti	12.773.529	9.304.989	7.058.356	6.734.850
rilascio sconto (se opzione attiva: allacci+foni+cpf)	9.371.227	10.643.477	10.944.567	11.335.325
VALORE DELLA PRODUZIONE	274.415.711	270.280.963	270.853.565	260.446.603
Costi operativi	148.420.974	117.062.840	111.350.764	109.689.415
<i>personale</i>	32.854.687	33.150.379	33.448.732	33.749.771
<i>acquisti</i>	11.326.488	11.428.427	5.765.641	4.654.026
<i>servizi di terzi</i>	61.475.042	62.028.317	61.586.572	60.640.851
<i>costi diversi</i>	7.743.583	7.813.275	7.883.595	7.954.547
<i>canoni e altro godimento beni di terzi</i>	35.021.174	2.642.442	2.666.224	2.690.220
accantonamenti fondi rischi e vari	1.210.800	1.221.697	1.232.692	1.243.787
accantonamenti svalutazioni crediti	3.051.969	3.082.708	3.112.925	3.143.235
ammortamenti capitale esistente	76.313.883	75.047.677	72.122.994	69.403.976
ammortamenti nuovi investimenti	37.736.380	61.111.318	64.213.599	67.010.977
COSTI DELLA PRODUZIONE	266.734.007	257.526.240	252.032.975	250.491.390
MARGINE OPERATIVO LORDO	125.994.737	153.218.123	159.502.801	150.757.188
MARGINE OPERATIVO NETTO	7.681.704	12.754.723	18.820.590	9.955.214
interessi linea finanziamento tranche 1	(721.798)	(685.708)	(466.591)	(208.806)
interessi linea finanziamento tranche 2	(378.202)	(359.292)	(244.481)	(109.408)
interessi linea finanziamento BEI	(78.440)	(74.518)	(50.706)	(22.692)
interessi linea credito a breve	(339.605)	(221.187)	(65.617)	-
interessi di mora e altri proventi	1.822.000	1.822.000	1.822.000	1.822.000
INTERESSI NETTI	303.955	481.295	994.605	1.481.094
ammortamento comm.fin.capitalizzate	(70.000)	(70.000)	(70.000)	(70.000)
compensi banca agente e strutturazione PF	(12.500)	(12.500)	(12.500)	(12.500)
ALTRI ONERI FINANZIARI	(82.500)	(82.500)	(82.500)	(82.500)
TOTALE PROVENTI E ONERI FINANZIARI	221.455	398.795	912.105	1.398.594
RISULTATO ANTE IMPOSTE	7.903.159	13.153.518	19.732.695	11.353.808
IRAP correnti	537.099	787.023	1.075.385	600.593
IRES correnti	1.700.621	3.137.967	4.238.318	1.865.547
differite	(1.140.209)	(1.142.080)	(1.078.264)	(1.087.270)
RISULTATO NETTO DI ESERCIZIO	6.805.648	10.370.608	15.497.257	9.974.937

STATO PATRIMONIALE				
euro	2021	2022	2023	2024
	Anno 2	Anno 3	Anno 4	Anno 5
ATTIVITA'				
Capitale esistente	498.235.531	498.235.531	498.235.531	498.235.531
Fondi ammortamento capitale esistente	(147.598.002)	(222.645.678)	(294.768.672)	(364.172.649)
Capitale esistente netto	350.637.529	275.589.853	203.466.859	134.062.882
Immobilizzazioni tecniche investimenti	190.844.727	260.969.539	314.163.143	364.918.719
Fondi ammortamento immobilizzazioni tecniche	(55.008.160)	(116.119.478)	(180.333.076)	(247.344.053)
Immobilizzazioni tecniche nette	135.836.567	144.850.062	133.830.067	117.574.666
Immobilizzazioni finanziarie	618.503	618.503	618.503	618.503
Immobilizzazioni finanziarie nette impairment	618.503	618.503	618.503	618.503
TOTALE IMMOBILIZZAZIONI NETTE	487.092.599	421.058.417	337.915.428	252.256.051
Costi finanziari capitalizzati	350.000	350.000	350.000	350.000
Fondo ammortamento costi finanziari	(140.000)	(210.000)	(280.000)	(350.000)
COSTI CAPITALIZZATI NETTI	210.000	140.000	70.000	
Rimanenze	2.014.669	2.014.669	2.014.669	2.014.669
Altri crediti	10.602.870	4.353.391	41.717	0
ratei e risconti attivi, crediti soci	416.898	416.898	416.898	416.898
Crediti v/clienti	125.176.024	108.134.749	104.332.539	85.934.448
Fondo svalutazione crediti	(6.050.419)	(9.133.126)	(9.247.602)	(9.338.868)
Crediti v/Erario imposte anticipate	2.462.640	3.604.720	4.682.984	5.770.254
TOTALECAPITALE CIRCOLANTE	134.622.682	109.391.300	102.241.204	84.797.401
Liquidità	17.968.303	20.994.546	28.194.546	63.466.495
TOTALE TESORERIA	17.968.303	20.994.546	28.194.546	63.466.495
TOTALE ATTIVITA'	639.893.584	551.584.264	468.421.179	400.519.946
Liquidità: di cui CONTO INVESTIMENTI/rimborsi/cassa minima	17.968.303	20.994.546	28.194.546	35.394.546
PASSIVITA' E PATRIMONIO NETTO				
Debiti verso banche a breve	47.481.393	32.296.010	14.543.808	
Debiti v/fornitori	71.210.436	44.602.436	35.681.851	33.197.411
Debiti tributari	6.014.371	- 2.089.381	- 2.387.937	- 6.624.213
Altri debiti	39.859.521	37.455.587	33.954.780	33.261.645
ratei e risconti passivi	58.547.642	51.721.750	44.116.003	39.280.678
TOTALE DEBITI A BREVE TERMINE	211.084.622	163.986.402	125.908.504	99.115.521
Debiti verso banche -linea senior- T1	62.337.100	42.417.350	18.982.350	
Debiti verso banche -linea senior- T2	32.662.900	22.225.507	9.946.221	
Debiti verso banche -linea BEI	38.000.000	25.857.143	11.571.429	
Fondi rischi	9.817.117	9.817.117	9.817.117	9.817.117
Fondo TFR	5.293.939	5.212.230	5.129.786	5.046.600
TOTALE DEBITI MEDIO LUNGO TERMINE	148.111.055	105.529.347	55.446.902	14.863.716
TOTALE PASSIVITA'	359.195.677	269.515.749	181.355.407	113.979.238
Capitale sociale	150.280.057	150.280.057	150.280.057	150.280.057
Risultato di esercizio	6.805.648	10.370.608	15.497.257	9.974.937
Risultati esercizi precedenti	(16.650.896)	(15.685.531)	(14.833.453)	(10.611.059)
Distribuzione utili	(5.500.000)	(9.000.000)	(10.500.000)	(10.500.000)
Riserva statutaria	130.966.903	130.966.903	130.966.903	130.966.903
Riserva legale	14.796.196	15.136.478	15.655.009	16.429.871
TOTALE PATRIMONIO NETTO	280.697.907	282.068.515	287.065.772	286.540.709
<i>di cui fondo patrimoniale indisponibile FON/ non inv</i>			26	
TOTALE A PAREGGIO	639.893.584	551.584.264	468.421.178	400.519.946

5.3. I DATI DELL'AUTORITA IDRICA TOSCANA

Compete alla Autorita Idrica Toscana, monitorare i dati tariffari, gli investimenti e quanto previsto in convenzione. L' A.I.T. aggiorna su base annuale lo sviluppo dei dati. Per consentire un esame prospettico sono stati messi a confronto i dati 2020 fino al 2024 dell'Autorità Idrica Toscana, con quelli del bilancio al 31.12.2020 e del PEF di Publiacqua

Valore di rimborso

	2020	2021	2022	2023	2024
Ipc,t	1.228.949.280	1.325.213.910	1.395.338.723	1.448.532.326	1.499.287.902
FAIP,c,t	736.768.805	817.736.323	937.266.190	1.062.026.895	1.174.186.914
CFPc,t	340.304.265	378.512.082	422.701.186	467.902.231	525.157.807
FACFP,c,t	178.301.910	207.629.111	251.675.631	298.857.855	356.524.669
LIC	84.969.081	84.969.081	84.969.081	84.969.081	84.969.081
di cui conguagli tariffari	0	0	0	0	27.659.874
VR	415.147.202	421.563.697	372.016.059	302.430.137	269.096.806
VR al netto dei conguagli	415.147.202	421.563.697	372.016.059	302.430.137	241.436.932

Investimenti

Categoria di cespiti	2020	2021	2022	2023	2024
Terreni	0	0	0	0	0
Fabbricati non industriali	4.571.646	3.716.111	4.960.000	4.237.604	2.930.576
Fabbricati industriali	300.000	391.649	616.617	115.000	65.000
Costruzioni leggere	310.000	260.000	260.000	110.000	110.000
Condutture e opere idrauliche fisse	3.710.000	3.370.000	1.820.000	690.000	690.000
Serbatoi	190.000	350.000	850.000	800.000	800.000
Impianti di trattamento	13.702.000	21.185.626	17.119.229	10.225.518	9.580.000
Impianti di sollevamento e pompaggio	36.221.023	17.554.991	19.937.632	25.278.332	25.841.322
Gruppi di misura meccanici	35.575.428	49.436.252	24.561.335	11.737.149	10.738.678
totale	94.580.097	96.264.630	70.124.813	53.193.604	50.755.576

Contributi

Categoria di cespiti	2020	2021	2022	2023	2024
Fabbricati non industriali	49.788	0	0	0	0
Serbatoi	100.000	0	0	0	0
Impianti di trattamento	1.318.637	783.323	0	0	0
Impianti di sollevamento e pompaggio	2.297.633	2.245.395	1.045.521	464.084	6.350.000
Gruppi di misura meccanici	3.601.087	2.477.492	2.772.063	2.874.737	150.000
totale	7.367.145	5.506.210	3.817.584	3.338.821	6.500.000

5.4. L'ANALISI DELLA COMPARAZIONE DEI DATI. (PEF vs AIT)

Il confronto tra i dati forniti da Publiacqua e quelli dell'Autorità Idrica Toscana (AIT), consentono di esprimere le seguenti considerazioni:

- 1) il valore della società al termine della concessione sarà pari alla liquidazione del Patrimonio, determinato dall'incasso dei crediti e dal valore di rimborso delle attività immobilizzate relative alla concessione, che dovranno consentire di estinguere tutti i debiti;
- 2) l'attivo immobilizzato del bilancio societario è costituito da beni soggetti a rimborso in base alle regole della convenzione articolo 40. (rimborso gestore uscente);
- 3) l'attivo non immobilizzato è costituito prevalentemente da crediti commerciali o da conguagli tariffari;
- 4) i debiti finanziari è previsto che siano azzerati a fine del 2024;
- 5) la società ha predisposto un piano 2021 / 2024 in cui è presente un risultato ante imposte di **euro 52.143.180**;

	2021	2022	2023	2024	TOTALE
Risultato ante imposte	7.903.159	13.153.518	19.732.695	11.353.808	52.143.180

- 6) il confronto tra attivo immobilizzato previsto a PEF e valore calcolato da AIT a fine 2024 è:

	2021	2022	2023	2024
Capitale netto	350.637.529	275.589.853	203.466.859	134.062.882
Immobilizzazioni	135.836.567	144.850.062	133.830.067	117.574.666
Publiacqua	486.474.096	420.439.915	337.296.926	251.637.548
A.I.T	421.563.697	372.016.059	302.430.137	241.436.932

I valori di bilancio di Publiacqua, tendono verso il valore di rimborso indicato da AIT, con l'approssimarsi della fine concessione;

- 7) la coerenza dei dati del PEF, con i valori finali di rimborso di AIT, è dimostrata con l'aumento degli ammortamenti nel corso del periodo 2021 al 2024 (anno 2020 euro 91.530.175); nel corso del periodo 2021/2024 l'ammontare complessivo degli ammortamenti inseriti nel PEF è di euro 522.960.804, come rappresentato nella tabella di seguito esposta.

PEF Publiacqua	2021	2022	2023	2024	Totale
Ammortamenti capitale esistente	76.313.883	75.047.677	72.122.994	69.403.976	292.888.530
Ammortamenti nuovi investimenti	37.736.380	61.111.318	64.213.599	67.010.977	230.072.274
Totale ammortamenti	114.050.263	136.158.995	136.336.593	136.414.953	522.960.804

Nell'anno 2020 il bilancio ha evidenziato ammortamenti per euro **91.530.175**, in coerenza con quanto affermato nella relazione sulla gestione 2020 dagli amministratori, che annunciano un forte incremento degli ammortamenti.

8) I dati di investimento previsti da AIT ed inseriti nel PEF nel periodo 2021 -2024 è rappresentata dalla seguente tabella in cui si osserva che i dati sono identici.

INVESTIMENTI	2021	2022	2023	2024	Totale
Investimenti	58.756.812	26.635.709	8.442.559	-6.050.000	87.785.080
Investimenti finanziati da contributi	37.507.818	43.489.104	44.751.045	56.805.576	182.553.543
Totale PEF Publiacqua	<i>96.264.630</i>	<i>70.124.813</i>	<i>53.193.604</i>	<i>50.755.576</i>	<i>270.338.623</i>
A.I.T	96.264.630	70.124.813	53.193.604	50.755.576	270.338.623

5.5. CONSIDERAZIONI.

I dati sopra esposti, hanno la funzione di costituire la base di una “**analisi di sensibilità**”, necessaria ad acquisire una ragionevole convinzione, che l'attuale patrimonio netto contabile di Publiacqua, non sia eroso prima della scadenza della concessione e/o individuare quali fattori possono farlo variare.

In prima istanza per la entità dell'attivo, si ricorda che il valore di rimborso è frutto di molteplici fattori che sono riassunti nell'articolo 40 punto 5:

“Il valore di rimborso che dovrà essere riconosciuto al Gestore è calcolato sulla base del Valore Netto Contabile Regolatorio al termine della concessione. A tale valore dovranno essere aggiunti la valorizzazione delle partite pregresse e dei conguagli, nonché il saggio a copertura degli oneri di garanzia eventualmente richiesto dai finanziatori e il recupero dell'onere fiscale sostenuto dal Gestore uscente sulla componente FONI, per la quota parte non recuperata con l'ammortamento dei cespiti, realizzati con le risorse generate dalla menzionata componente, la cui vita

utile non è determinata al momento della scadenza dell'affidamento, salvo la necessità di conguaglio, da verificare dopo che sia stato definitivamente chiuso il bilancio dell'ultimo anno di convenzione”.

Risulta evidente che apparentemente lo scarto tra i valori delle immobilizzazioni di PEF e di AIT di circa 10 milioni di euro, come d'altra parte l'esatto ammontare della valorizzazione di tutte le altre componenti, presenti al punto 5, non possono essere a priori stabilite al 31.12.2020.

Publiacqua	486.474.096	420.439.915	337.296.926	251.637.548
A.I.T	421.563.697	372.016.059	302.430.137	241.436.932

Il rischio insito all'alea rappresentata dal suddetto valore di rimborso complessivo, è coperto dalla entità dell'EBIT previsto per il quadriennio 2021 /2024, di totali **euro 52.143.180**, in grado di assorbire fino al 20% delle variazioni negative complessive sui valori netti di rimborso.

Il dato di EBIT del quadriennio (2021/2024) si presenta in consistente contrazione rispetto ai dati del 2019 e 2020

ANNO	EBIT
2019	54.914.879
2020	32.677.523
2021	7.903.159
2022	13.153.518
2023	19.732.695
2024	11.353.808

in coerenza con la maggiore componente di ammortamenti, che crea viceversa un importante EBITDA, con **creazione di cash flow in grado di rimborsare gli euro 197.591.702 dovuti al sistema creditizio** a fine 2020.

Il dato di EBIT risulta al sottoscritto formulato con coerenza e di entità tale da rappresentare una prudenza, rispetto alla valutazione da attribuire alle azioni Publiacqua con riferimento al patrimonio netto al 31.12.2020; eventuali variazioni positive rispetto al preventivato, confluiranno nel bilancio di Publiacqua e quindi determineranno effetti in termini di dividendo a favore degli azionisti e quindi della NEWCO, che potrà a sua volta riconoscerli agli attuali proprietari diretti delle azioni destinate ad essere conferite.

Allo stato attuale le variazioni più significative sul patrimonio netto 2020, sembrano viceversa ascrivibili alla **entità dei dividendi futuri**, dal momento che il piano inserisce una previsione di dividendi in contrazione:

	2021	2022	2023	2024
Dividendi di PEF	5.500.000	9.000.000	10.500.000	10.500.000

Il patrimonio netto presenta questa evoluzione nel PEF, in correlazione ai risultati e dividendi previsti:

ANNO	PATRIMONIO NETTO
2020 bilancio	283.106.075
2021 PEF	280.697.907
2022 PEF	282.068.515
2023 PEF	287.065.772
2024 PEF	286.540.709

con un patrimonio netto finale **2024 di euro 286.540.709**, di poco superiore a quello del **2020 di euro 283.106.075**, con una distribuzione di dividendi complessiva del periodo di **euro 30.500.000**.

L'attuale Piano, sotto il profilo dei dividendi mostra una contrazione rispetto al passato, (che potrebbe essere non gradita ai soci), quindi impone la valutazione di una riflessione in caso di eventuali distribuzioni di dividendi superiori a quelli preventivati, in assenza di miglioramenti dei risultati di PEF; una maggiore distribuzione di dividendi può portare alla necessità di rivedere in futuro il "fair value" di iscrizione in bilancio delle azioni Publiacqua conferite in NEWCO, sulla base del patrimonio netto 2020.

5.6. STIMA VALORE DI CONFERIMENTO

In adesione di una valutazione patrimoniale sulla base del 31.12.2020, il valore di azione conferita può essere assunto in **euro 1,8833**, tenendo presente che tale valore corrisponde alla situazione in cui non è ancora avvenuto lo stacco di dividendo, nel caso in cui vi fosse una distribuzione di dividendi prima del conferimento, l'importo sopra menzionato va rettificato in diminuzione.

Si espone di seguito il “teorico apporto” che ciascun socio di Publiacqua potrebbe fare alla NEWCO:

PUBLIACQUA SPA	quota capitale	%	valore dei conferimenti	valore azione
Acque Blu Fiorentine spa	60.112.023,92	40,0000	113.239.030,66	1,8838
Consiag Spa	37.477.828,00	24,94	70.600.732,39	1,8838
Comune di Firenze	32.558.186,16	21,6650	61.333.111,09	1,8838
Comune di Pistoia	5.935.656,36	3,9497	11.181.589,45	1,8838
Comune di Incisa Val d'Arno (unito con Figline)	1.667.484,96	1,1096	3.141.208,17	1,8838
Comune di Pontassieve	1.570.461,48	1,0450	2.958.435,34	1,8838
Comune di San Giovanni Valdarno	1.299.948,48	0,8650	2.448.842,95	1,8838
Comune di Reggello	1.058.512,08	0,7044	1.994.025,06	1,8838
Comune di Terranuova Bracciolini	826.874,52	0,5502	1.557.666,22	1,8838
Comune di Serravalle Pistoiese	677.858,88	0,4511	1.276.950,56	1,8838
Comune di Pian di Scò (con Castelfranco di sopra)	608.596,20	0,4050	1.146.473,52	1,8838
Comune di Cavriglia	570.634,08	0,3797	1.074.960,48	1,8838
Comune di Pelago	551.578,20	0,3670	1.039.063,01	1,8838
Comune di Rignano sull'Arno	543.528,60	0,3617	1.023.899,18	1,8838
Comune di Vicchio	534.725,64	0,3558	1.007.316,16	1,8838
Comune di Rufina	497.067,96	0,3308	936.376,62	1,8838
Comune di Loro Ciuffenna	379.915,32	0,2528	715.684,48	1,8838
Comune di Dicomano	362.985,36	0,2415	683.791,82	1,8838
Comune di Scarperia (unito a san Piero a sieve)	182.137,68	0,1212	343.110,96	1,8838
Comune di Londa	122.235,24	0,0813	230.266,75	1,8838
Comune di Campi Bisenzio	91.373,28	0,0608	172.128,98	1,8838
Comune di Agliana	91.068,84	0,0606	171.555,48	1,8838
Comune di Barberino del Mugello	91.068,84	0,0606	171.555,48	1,8838
Comune di Borgo San Lorenzo	91.068,84	0,0606	171.555,48	1,8838
Comune di Calenzano	91.068,84	0,0606	171.555,48	1,8838
Comune di Cantagallo	91.068,84	0,0606	171.555,48	1,8838
Comune di Carmignano	91.068,84	0,0606	171.555,48	1,8838
Comune di Lastra a Signa	91.068,84	0,0606	171.555,48	1,8838
Comune di Montale	91.068,84	0,0606	171.555,48	1,8838
Comune di Montemurlo	91.068,84	0,0606	171.555,48	1,8838
Comune di Montevarchi	91.068,84	0,0606	171.555,48	1,8838
Comune di Poggio a Caiano	91.068,84	0,0606	171.555,48	1,8838
Comune di Prato	91.068,84	0,0606	171.555,48	1,8838
Comune di Quarrata	91.068,84	0,0606	171.555,48	1,8838
Comune di Sambuca Pistoiese	91.068,84	0,0606	171.555,48	1,8838
Comune di Scandicci	91.068,84	0,0606	171.555,48	1,8838
Comune di Sesto Fiorentino	91.068,84	0,0606	171.555,48	1,8838
Comune di Signa	91.068,84	0,0606	171.555,48	1,8838
Comune di Vaglia	91.068,84	0,0606	171.555,48	1,8838
Comune di Vaiano	91.068,84	0,0606	171.555,48	1,8838
Comune di Vernio	91.068,84	0,0606	171.555,48	1,8838
Comune di San Godenzo	88.752,00	0,0591	167.191,02	1,8838
Comune di Barberino Tavarnelle	30.051,84	0,0200	56.611,66	1,8838
Comune di Bagno a Ripoli	15.025,92	0,0100	28.305,83	1,8838
Comune di Greve in Chianti	15.025,92	0,0100	28.305,83	1,8838
Comune di Impruneta	15.025,92	0,0100	28.305,83	1,8838
Comune di San Casciano Val di Pesa	15.025,92	0,0100	28.305,83	1,8838
Publiservizi S.p.A.	650.160,00	0,4326	1.224.771,41	1,8838
Totale	150.280.056,72	100	283.097.570,85	

6. CONCLUSIONI

Sulla base delle considerazioni svolte nei paragrafi precedenti, con riferimento ai criteri metodologici e ai procedimenti di stima enunciati nel capitolo 3, subordinatamente ai presupposti ed alle condizioni esposte al capitolo 4, si è proceduto, nel capitolo 5, ad evidenziare:

a) il probabile valore delle azioni Publiacqua detenute da Consiag, (*soci del comitato di patto*) con riferimento al 31.12.2020; il valore di azione conferita può essere assunto in **euro 1,8838**, tenendo presente che tale valore corrisponde alla situazione in cui non è ancora avvenuto lo stacco di dividendo, nel caso in cui vi fosse una distribuzione di dividendi prima del conferimento, l'importo sopra menzionato va rettificato in diminuzione;

b) che il fattore che può avere maggiore influenza nei prossimi anni sul valore delle azioni Publiacqua, è l'entità della distribuzione dei dividendi, che può determinare un patrimonio netto inferiore a quello a suo tempo conferito;

c) in base ai dati di piano economico finanziario (PEF) di Publiacqua, alla scadenza del 31.12.2024, la società non avrà un valore sostanzialmente diverso da quello al 31.12.2020, se la politica dei dividendi non sarà maggiore di quella del PEF; i fattori che potranno influenzare i conti economici di Publiacqua anche se negativi hanno un sufficiente margine di assorbimento per effetto dell'EBIT previsto nel piano 2021 /2024;

* * * * *

Va tenuto presente che il contesto di tale operazione, non ha come finalità la variazione della titolarità delle azioni in funzione di una vendita, ma bensì la creazione di un soggetto in grado di controllare Publiacqua spa.

La relazione non esprime alcuna valutazione circa modalità e termini con cui la Newco potrà esercitare la sua influenza su Publiacqua, essendo tali aspetti di natura statutaria e/o parasociale e non rientranti nell'incarico ricevuto.

La relazione non è finalizzata ad esprimere alcuna opinione relativamente al valore strategico del progetto sottostante, né a fornire un parere sul valore delle azioni

conferite in ipotesi diversa da quella del conferimento in una nuova società a totale controllo pubblico.

Le considerazioni ed i risultati cui si perviene non possono essere assunti per finalità diverse da quelle specificate nel presente incarico.

Prato 13 maggio 2021

Dottore Commercialista Revisore legale

Andrea Parenti

A handwritten signature in black ink, consisting of stylized, cursive letters that appear to read 'A. Parenti'. The signature is positioned below the printed name 'Andrea Parenti'.