
**IPOTESI DI RAPPORTO DI CAMBIO
TRA CAFC S.P.A. E C.D.L. S.P.A. IN BASE ALLE
VALUTAZIONI ECONOMICHE ALLA DATA DEL 31.12.2008**

1. Premessa

La sottoscritta è stata congiuntamente incaricata dalla società CAFC s.p.a. e dalla società C.D.L. s.p.a. di fornire una valutazione economica dell'intero patrimonio sociale delle stesse, propedeutica alla realizzazione di un'operazione di fusione per incorporazione di C.D.L. s.p.a. in CAFC s.p.a..

In particolare entrambe le società hanno richiesto una prima determinazione del rapporto di cambio sulla base dei dati di cui ai bilanci al 31 dicembre 2008, rapporto che potrà comunque essere oggetto di revisione sulla base delle valutazioni aggiornate alla data del 31.12.2009.

Si precisa che il presente documento costituisce una sintesi delle stime peritali che, con i relativi allegati, sono consegnate e conservate agli atti presso le società.

2. Criteri di valutazione adottati

La stima delle società partecipanti alla fusione è operazione estremamente complessa in quanto occorre conciliare l'omogeneità dei criteri di valutazione adottati.

Al fine di individuare il criterio di valutazione più adeguato, tenuto conto della finalità delle perizie affidate, la sottoscritta ha analizzato in primis le peculiarità delle fattispecie aziendali in esame.

L'attività e l'operatività di CAFC s.p.a. e di C.D.L. s.p.a. sono regolate dalla convenzione sottoscritta con A.A.T.O..

Il rapporto instauratosi tra pubblica amministrazione concedente e le società in oggetto è l'elemento-base sul quale si fondano le aspettative di reddito di queste ultime.

I ricavi degli operatori del settore idrico sono infatti rigorosamente predeterminati dagli enti affidanti mediante la definizione di una tariffa al consumo, il cui valore dipende dai costi operativi previsti e dal capitale investito dal gestore.

Inoltre, nel settore delle multiutility, l'entità del capitale investito è di norma assai sovradimensionato rispetto alla redditività, attesa la funzione pubblica del servizio; da ciò consegue l'esigenza di dare adeguata valutazione anche degli aspetti patrimoniali.

Per tale motivo, rispetto ad un criterio di valutazione puramente finanziario, si è ritenuto di applicare un criterio di tipo patrimoniale misto, che consente di dare adeguata valutazione anche agli assets patrimoniali delle società.

Nel caso specifico, inoltre, in relazione all'evoluzione della normativa in essere si è ritenuto di dare valorizzazione al valore di indennizzo del capitale investito, in caso di mancato rinnovo della convenzione con A.A.T.O..

In tale ottica, pertanto, la stima del valore economico di CAFC s.p.a. e di C.D.L. s.p.a. è stata effettuata utilizzando congiuntamente:

- a) il metodo patrimoniale-reddituale;

- b) l'ipotetico valore di indennizzo del capitale investito in caso di mancato rinnovo della convenzione con A.A.T.O., al netto del valore dell'indebitamento contratto per finanziamenti a lungo termine a sostegno degli investimenti stessi.

2.1 Il metodo patrimoniale-reddituale

La valutazione economica delle società secondo il metodo patrimoniale-reddituale contempera le esigenze di dare adeguata valorizzazione agli aspetti patrimoniali della società, con autonoma valutazione dell'avviamento aziendale in funzione della redditività attesa.

Il valore patrimoniale delle strutture operative è stato determinato prendendo in esame il bilancio di CAFC s.p.a. e di C.D.L. s.p.a. alla data del 31.12.2008 ed effettuando le rettifiche necessarie per adeguare i valori patrimoniali ai valori reali.

In particolare, vista la complessità operativa delle strutture in esame, il processo valutativo dei beni patrimoniali si è svolto in contraddittorio tra i tecnici delle società interessate dall'operazione di fusione ed è stato oggetto di verifica da parte dell'ing. Gaetano Cola e dell'ing. Sandro Cragolini, proprio al fine di garantire l'omogeneità dei criteri valutativi adottati.

La redditività prospettica delle due società è stata invece determinata utilizzando i business plan aziendali approvati dal consiglio di amministrazione di CAFC s.p.a. e di C.D.L. s.p.a. comprensivi delle successive modifiche in relazione ai preconsuntivi al 31.12.2009, opportunamente normalizzati.

2.2 Valore ipotetico in caso di mancato rinnovo della convenzione alla scadenza

La valutazione del valore economico di CAFC s.p.a. e di C.D.L. s.p.a. non può prescindere dal considerare la possibilità che alla data di scadenza delle concessioni con A.A.T.O. le società potrebbero non essere più affidatarie della gestione del servizio idrico integrato e quindi, di fatto, terminare la propria attività.

Infatti i vincoli legislativi vigenti impongono ad entrambe le società la scadenza della concessione sottoscritta con A.A.T.O. alla data del 31.12.2011.

A tal proposito la convenzione prevede che nel caso di affidamento della gestione del servizio idrico integrato a nuovo gestore, l'ex gestore debba cedere le immobilizzazioni materiali ed immateriali iscritte nel proprio stato patrimoniale all'aggiudicatario della nuova concessione, ricevendo un indennizzo pari al valore di mercato dei beni, comunque non inferiore al valore di libro dei cespiti iscritti in bilancio alla data di cessione.

In sostanza A.A.T.O. ha previsto che all'ex gestore spetti un indennizzo quanto meno corrispondente al valore di libro dei cespiti iscritti in bilancio alla data di cessione, ancorché verosimilmente il valore corrente dei beni potrebbe essere superiore al valore contabile degli stessi.

Il valore di libro dei cespiti è stato in effetti utilizzato da A.A.T.O. per il calcolo delle tariffe di erogazione del servizio idrico, come da allegato alla convenzione stessa, confermando pertanto il nesso causale tra redditività dell'azienda ed entità degli investimenti e costituisce il primo dato ufficiale di quanto potrebbero percepire le società in ipotesi di rimborso minimo.

Ai fini della valutazione economica richiesta il valore di indennizzo indicato da A.A.T.O. è stato depurato del valore dei finanziamenti contratti a lungo termine alla data del 31.12.2011 per gli investimenti effettuati, così come risultanti dai business plan aziendali.

3. Valutazione economica di CAFC s.p.a.

3.1. Valutazione di CAFC s.p.a. secondo il metodo patrimoniale - reddituale

Come precedentemente illustrato, il valore patrimoniale di CAFC s.p.a. al 31.12.2008 è stato determinato prendendo in esame il valore del patrimonio netto alla data del 31.12.2008, così come risultante dal bilancio, tenendo conto delle rettifiche necessarie per adeguare i valori patrimoniali ai valori reali.

Il valore del patrimonio netto contabile di CAFC s.p.a. alla data del 31.12.2008 risulta pari ad Euro **35.757.408**.

A tale importo sono state apportate le seguenti rettifiche patrimoniali.

a) Immobilizzazioni immateriali

Tenuto conto delle esigenze di rinnovo dei programmi gestionali anche a seguito della fusione prevista, le immobilizzazioni immateriali sono state svalutate nella seguente misura:

- i costi di impianto e ampliamento sono stati svalutati per Euro 4.960;
- i costi per programmi software sono stati svalutati per Euro 117.262.

L'effetto fiscale su dette rettifiche è stato stimato applicando un'aliquota pari al 20%, che determina un minor onere complessivo pari ad Euro 24.444.

Conseguentemente le immobilizzazioni immateriali sono state rettificare per Euro (97.778).

b) Immobilizzazioni materiali

Tenuto conto della complessità operativa della struttura in esame, la valutazione dei cespiti presenti nel bilancio al 31.12.2008 è stata fatta sulla base di valutazioni tecniche elaborate dall'ing. Gaetano Cola e dall'ing. Sandro Cragolini.

I periti ritenendo congruo il valore contabile delle immobilizzazioni in corso, di una piccola parte dei fabbricati commerciali, degli altri beni e delle attrezzature industriali e commerciali, hanno stimato il valore corrente dei cespiti residui pari ad Euro 234.748.539.

Tale valutazione ha comportato la rilevazione di una plusvalore rispetto al valore contabile dei beni della società pari ad Euro 199.311.643.

L'effetto fiscale è stato stimato applicando un'aliquota pari al 20%, che determina un maggior onere complessivo pari ad Euro 39.862.327.

Conseguentemente le immobilizzazioni materiali sono state rettificate per Euro 159.449.316.

Alla luce delle rettifiche patrimoniali sopra individuate il **patrimonio netto rettificato** di CAFC s.p.a. al 31.12.2008 risulta pari ad Euro **195.108.946**, come di seguito illustrato:

| | |
|---|--------------------|
| Patrimonio netto contabile al 31.12.08 | 35.757.408 |
| Rettifiche relative alle immobilizzazioni immateriali | (97.778) |
| Rettifiche relative alle immobilizzazioni materiali | 159.449.316 |
| Patrimonio netto rettificato al 31.12.2008 | 195.108.946 |

Il valore economico della società con il metodo patrimoniale-reddituale è dato dalla somma del patrimonio netto rettificato e lo scostamento tra il reddito previsto della società rispetto al reddito medio del settore.

In particolare se il reddito della società risulta maggiore di quello medio del settore si identifica un avviamento, viceversa un disavviamento.

Il valore dello scostamento tra il reddito dell'azienda rispetto al reddito medio del settore è calcolato secondo la seguente formula: $(R - K \times i) a_n \bar{i}$

dove:

- **R** = Redditi futuri attesi normalizzati;
- **K** = patrimonio netto rettificato;
- **i** = Tasso di rendimento «normale» per il settore di riferimento;
- **i'** = Tasso di attualizzazione;
- **n** = Arco temporale di riferimento.

1. Redditi/sottoredditi futuri attesi normalizzati

La redditività prospettica di CAFC s.p.a è stata determinata utilizzando i business plan aziendali approvati dal consiglio di amministrazione con le successive modifiche, prendendo in esame il quinquennio 2009-2013:

Risultati netti previsionali 2009-2013
(dati espressi in Euro)

| | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 |
|--------------------------|----------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| Utile d'esercizio | 953.819 | 4.357.624 | 4.202.000 | 3.459.000 | 2.836.000 |

Tali redditi sono stati normalizzati, ovvero depurati da un lato delle componenti di reddito straordinarie e non ricorrenti e dall'altro delle componenti economiche derivanti dalle rettifiche patrimoniali individuate sopra (maggiori o minori ammortamenti).

I sottoredditi futuri attesi normalizzati risultano pertanto essere i seguenti:

Sottoredditi futuri attesi normalizzati 2009-2013
(dati espressi in Euro)

| | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 |
|-----------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Utile d'esercizio da BP | 953.819 | 4.357.624 | 4.202.000 | 3.459.000 | 2.836.000 |
| Normalizzazioni | (7.190.581) | (8.676.159) | (7.676.191) | (7.703.003) | (7.703.003) |
| Redditi futuri normalizzati | (6.236.762) | (4.318.535) | (3.474.191) | (4.244.003) | (4.867.003) |

2. Tasso di rendimento normale per il settore di riferimento

Il tasso di rendimento "normale" è rappresentato dalle somme di tre componenti:

- il tasso di riferimento base, rappresentativo del rendimento su investimenti privi di rischio. Nel caso specifico si è utilizzato il tasso medio di rendimento dei BTP (Buoni del Tesoro Poliennali) triennali, vigente al 31.12.2008, pari al 3,57% (fonte Unicredit);
- il premio per il rischio, relativo ad un investimento nel settore specifico della società oggetto di valutazione. Tale premio è stato stimato in 1,89, tenuto conto del valore del premio per il rischio nel settore utilities in Italia risultante da uno studio condotto nei Paesi ex G7 (fonte "Nuovo trattato sulla valutazione delle aziende", Guatri e Bini).

Conseguentemente il tasso di rendimento "normale" di settore risulta pari allo **5,46%**, dato dalla somma del tasso di riferimento base (3,57%) e del premio per il rischio (1,89%).

3. Tasso di attualizzazione

Il tasso di attualizzazione, che sconta il rischio di discontinuità ambientale, è stato invece stimato in 6,46 punti percentuali.

4. Arco temporale di riferimento

Il numero di anni (n) da assumere a riferimento per l'attualizzazione del reddito è stato considerato pari a 5.

Nella successiva tavola si riporta il calcolo del valore di CAFC s.p.a. secondo il metodo patrimoniale misto.

**Valutazione di CAFC s.p.a. secondo il metodo patrimoniale misto
(dati espressi in Euro)**

| | | | | | | |
|---|---------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Patrimonio netto tangibile rettificato | 195.108.946 | | | | | |
| Rendimento normale di settore | 5,46% | | | | | |
| Risultato normalizzato | | (6.236.762) | (4.318.535) | (3.474.191) | (4.244.003) | (4.867.003) |
| Risultato di settore (K x i) | | 10.652.948 | 10.652.948 | 10.652.948 | 10.652.948 | 10.652.948 |
| Sovra/sotto redditi | | (16.889.711) | (14.971.483) | (14.127.140) | (14.896.951) | (15.519.951) |
| Tasso di attualizzazione (i') | 6,46% | | | | | |
| Badwill | (63.729.006) | | | | | |
| Valutazione | 131.379.940 | | | | | |

Il sotto reddito è stato determinato come differenza tra il corrispondente risultato medio atteso normalizzato e il relativo reddito “normale” di settore. Tale importo è stato quindi attualizzato ad un tasso pari al 6,46%, per la determinazione del disavviamento aziendale. Come si può osservare, il sotto reddito attualizzato per un periodo di cinque anni ha determinato un *badwill* aziendale pari ad Euro 63.279.006.

Il valore complessivo di CAFC s.p.a. secondo il metodo di valutazione appena descritto è pari alla somma del valore del patrimonio netto rettificato isolatamente apprezzato e del disavviamento aziendale.

Sulla base del procedimento valutativo precedentemente esposto, il valore del capitale economico di CAFC s.p.a. è stimato pari a:

| |
|---------------|
| € 131.379.940 |
|---------------|

3.2. Valore economico di CAFC s.p.a. in caso di mancato rinnovo della convenzione alla scadenza

Come precedentemente illustrato, nella valutazione del valore economico di CAFC s.p.a. va considerata anche la possibilità che al 01.01.2012 la società possa non essere più affidataria della gestione del servizio idrico integrato e quindi, di fatto, terminare la propria attività.

Al fine di tener conto di questa eventualità, si è ritenuto opportuno procedere alla valutazione della società anche sulla base dell'ipotetico valore di indennizzo del capitale investito indicato da A.A.T.O., depurato dell'indebitamento contratto per finanziamenti a lungo termine a sostegno degli investimenti stessi, così come risultante in data 31.12.2011 dal business plan aziendale.

Il valore del capitale investito di CAFC secondo A.A.T.O. per gli esercizi 2009, 2010, e 2011 è così costituito:

**Valutazione di A.A.T.O. del valore di libro dei cespiti di CAFC s.p.a.
(dati in Euro)**

| | 31.12.2009 | 31.12.2010 | 31.12.2011 |
|--|-------------------|-------------------|-------------------|
| Valore di libro del patrimonio CAFC s.p.a. | 45.365.991 | 45.262.202 | 45.852.755 |

Il valore dell'indebitamento contratto da parte della società per finanziamenti a lungo termine alla data del 31.12.2011 risulta dal business plan aziendale pari ad Euro 10.445.000.

Di conseguenza il valore economico della società sulla base del capitale investito secondo le indicazioni di A.A.T.O., depurato del valore dell'indebitamento per finanziamenti a lungo termine, alla data del 31.12.2011 è pari a:

€ 35.407.755

3.3. Valutazione economica finale di CAFC s.p.a.

La stima del capitale economico di CAFC s.p.a. è stata effettuata ponderando valori ottenuti attraverso l'applicazione dei due approcci.

Le risultanze della valutazione operata sono evidenziate nella tavola sottostante.

**Valutazione alla data del 31.12.2008
(dati in Euro)**

| Metodologia | Valutazione | Peso | Valore ponderato |
|--|--------------------|-------------|-------------------------|
| Metodo patrimoniale misto sulla base business plan 2009 - 2011 | 131.379.940 | 0,5 | 65.689.970,00 |
| Valutazione del capitale investito | 35.407.755 | 0,5 | 17.703.877,50 |
| Totale | | | 83.393.847,50 |

Pertanto, sulla base dell'applicazione dei procedimenti valutativi precedentemente esposti, il valore del capitale economico della società risulta pari a:

Euro 83.393.848

4. Valutazione economica di C.D.L. s.p.a.

4.1. Valutazione di C.D.L. s.p.a. secondo il metodo patrimoniale - reddituale

Come precedentemente illustrato, anche il valore patrimoniale di C.D.L. s.p.a. al 31.12.2008 è stato determinato prendendo in esame il valore del patrimonio netto alla data del 31.12.2008, così come risultante dal bilancio, tenendo conto delle rettifiche necessarie per adeguare i valori patrimoniali ai valori reali.

Il valore del patrimonio netto di C.D.L. s.p.a. alla data del 31.12.2008 risulta pari ad Euro **3.896.147**.

A tale importo sono state apportate le seguenti **rettifiche patrimoniali**.

a) Immobilizzazioni immateriali

Tenuto conto delle esigenze di rinnovo dei programmi gestionali anche a seguito della fusione prevista, le immobilizzazioni immateriali sono state svalutate nella seguente misura:

- i costi per programmi software sono stati svalutati per Euro 12.470.

L'effetto fiscale è stato stimato applicando un'aliquota pari al 20%, che determina un minor onere complessivo pari ad Euro 2.494

Conseguentemente le immobilizzazioni immateriali sono state rettificate per Euro (9.976).

b) Immobilizzazioni materiali

Tenuto conto della complessità operativa della struttura in esame, la valutazione dei cespiti presenti nel bilancio al 31.12.2008 è stata fatta sulla base di valutazioni tecniche elaborate dal Direttore Tecnico della società con criteri omogenei rispetto a quelli applicati dall'ing. Cola e dall'ing. Cragolini per la valutazione del patrimonio di CAFC s.p.a..

Il valore corrente dei cespiti industriali e commerciali, sulla base di quanto sopra è stato determinato in Euro 59.345.315.

Tale valutazione ha comportato la rilevazione di un plusvalore rispetto al valore contabile dei beni della società pari ad Euro 26.551.029.

L'effetto fiscale è stato stimato applicando un'aliquota pari al 20%, che determina un maggior onere complessivo pari ad Euro 5.310.206

Conseguentemente le immobilizzazioni materiali sono state rettificate per Euro 21.240.823.

c) Crediti commerciali: situazione Caffaro Chimica s.r.l. e Caffaro s.r.l.

1) Caffaro Chimica s.r.l.

In maggio 2009 il Tribunale di Udine ha dichiarato lo stato di insolenza di Caffaro Chimica s.r.l. in liquidazione. Conseguentemente, in data 14 settembre 2009, C.D.L. s.p.a. ha presentato ricorso al Tribunale di Udine per insinuazione al passivo della società.

Il credito vantato da C.D.L. s.p.a. ammonta ad Euro 731.753 e corrisponde, al netto di spese, competenze ed interessi, a quanto maturato fino alla data della dichiarazione di insolvenza di Caffaro Chimica s.r.l., ovvero fino a tutto aprile 2009.

In relazione a quanto sopra, si è proceduto alla svalutazione dell'intero importo del credito maturato da C.D.L. s.p.a. tanto alla data del 31.12.008 quanto alla parte successiva fino alla data di dichiarazione di insolvenza di Caffaro Chimica s.r.l..

La società ha già stanziato nel bilancio al 31.12.2008 un fondo svalutazione crediti relativo a Caffaro Chimica s.r.l. pari ad Euro 466.070, pertanto la rettifica individuata comporta un incremento del fondo svalutazione pari ad Euro (265.683).

2) Caffaro s.r.l.

In luglio 2009 il Tribunale di Udine ha dichiarato lo stato di insolvenza di Caffaro s.r.l. in liquidazione, a cui ha seguito ammissione alla procedura di Amministrazione Straordinaria.

Con decreto del 22.12.2009 il giudice delegato dott.ssa Mimma Grisafi ha dichiarato l'esecutività dello stato passivo ordinandone il deposito in cancelleria, prendendo atto delle clausole esistenti nell'accordo di ristrutturazione sottoscritto con Snia s.p.a. e ammettendo il credito vantato da C.D.L. nei confronti di Caffaro s.r.l. nella categoria chirografari. L'importo complessivo del credito è pari ad Euro 289.943.

In relazione a quanto sopra si è ritenuto pertanto opportuno svalutare completamente l'importo del credito non coperto dall'accordo sottoscritto con Snia s.p.a., pari ad Euro 121.717.

C.D.L. s.p.a. ha già stanziato nel bilancio al 31.12.2008 un fondo svalutazione crediti relativo a Caffaro s.r.l. pari ad Euro 49.049, pertanto la rettifica individuata comporta un incremento del fondo svalutazione pari ad Euro (72.668).

L'effetto fiscale sulle rettifiche del valore dei crediti Caffaro Chimica s.r.l. e Caffaro s.r.l. é stato calcolato l'applicando l'aliquota piena IRES vigente alla data della presente valutazione (27,5%) per complessivi Euro 93.047.

Conseguentemente l'effetto complessivo della rettifica apportata ai crediti verso il Gruppo Caffaro ammonta ad Euro (245.304).

d) Fondo smaltimento fanghi

In relazione al dissequestro dell'impianto di essiccamento fanghi ed ai costi che la società dovrà sostenere per la sua riattivazione, il Direttore Tecnico, nella propria relazione, oltre a confermare il costo unitario che dovrà sostenere la società per smaltire i fanghi presenti nell'impianto, pari ad Euro 72,00 per tonnellata, prevede un possibile ulteriore onere pari ad Euro 150.000 relativo alle opere di manutenzione straordinaria necessarie al primo avvio dell'impianto.

In relazione a tale vicenda si è ritenuto opportuno procedere all'accantonamento dell'intero importo relativo alle opere di manutenzione straordinaria, pari ad Euro 150.000, al netto dell'effetto fiscale del 27,5%.

Conseguentemente la rettifica del fondo smaltimento fanghi risulta pari ad Euro (108.750).

e) Rischi su cause civili

Tenuto conto della natura delle cause civili che interessano C.D.L. s.p.a. al 31.12.2008, in un'ottica prudenziale, si è ritenuto opportuno incrementare il fondo rischi cause civili iscritto in bilancio per Euro 35.000, a complessivi Euro 150.000, con un incremento del fondo pertanto di Euro 115.000.

L'effetto fiscale sulla rettifica individuata è stato calcolato l'applicando l'aliquota piena IRES vigente alla data della presente valutazione (27,5%) per complessivi Euro 31.625.

Alla luce delle rettifiche patrimoniali sopra individuate il **patrimonio netto rettificato** di C.D.L. s.p.a. al 31.12.2008 risulta pari ad Euro **24.689.565**, come di seguito illustrato:

| | |
|--|-------------------|
| Patrimonio netto contabile al 31.12.08 | 3.896.147 |
| Rettifiche relative alle immobilizzazioni immateriali | (9.976) |
| Rettifiche relative alle immobilizzazioni materiali | 21.240.823 |
| Rettifiche crediti Caffaro Chimica s.r.l. e Caffaro s.r.l. | (245.304) |
| Rettifiche fondo smaltimento fanghi | (108.750) |
| Rettifiche cause civili pendenti | (83.375) |
| Patrimonio netto rettificato al 31.12.2008 | 24.689.565 |

Il valore economico della società con il metodo patrimoniale-reddituale è dato dalla somma del patrimonio netto rettificato e lo scostamento tra il reddito previsto della società rispetto al reddito medio del settore.

In particolare se il reddito della società risulta maggiore di quello medio del settore si identifica un avviamento, viceversa un disavviamento.

Il valore dello scostamento tra il reddito dell'azienda rispetto al reddito medio del settore è calcolato secondo la seguente formula: $(R - K \times i) a_n \overline{i}$

dove:

- **R** = Redditi futuri attesi normalizzati;
- **K** = patrimonio netto rettificato;
- **i** = Tasso di rendimento «normale» per il settore di riferimento;
- **i'** = Tasso di attualizzazione;
- **n** = Arco temporale di riferimento.

1. Redditi/sottoredditi futuri attesi normalizzati

La redditività prospettica di C.D.L. s.p.a è stata determinata utilizzando i business plan aziendali approvati dal consiglio di amministrazione con le successive modifiche, prendendo in esame il quinquennio 2009-2013. I dati preconsuntivi 2009 consegnati alla sottoscritta e la revisione prevista per il budget 2010 indicano comunque la presenza di rilevanti oneri di carattere straordinario per l'esercizio in esame nonché, per l'esercizio 2010, una riduzione rispetto alle aspettative iniziali derivante sia dalla presenza di oneri straordinari che da aspettative di minori redditi.

Per tali motivi, in via prudenziale, si è ritenuto opportuno ridurre i risultati previsionali per gli esercizi successivi 2011, 2012 e 2013 al fine di scontare il rischio di non raggiungimento dei risultati di cui ai business plan approvati, considerando una riduzione di risultato economico atteso pari al 50% per l'esercizio 2011 e pari al 20% per gli esercizi 2012 e 2013.

I redditi modificati sono nel seguito evidenziati:

Risultati netti previsionali 2009-2013

(dati espressi in Euro)

| | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 |
|--------------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| Utile d'esercizio | 325.000 | 295.350 | 293.000 | 699.200 | 668.800 |

Tali redditi sono stati normalizzati, ovvero depurati da un lato delle componenti di reddito straordinarie e non ricorrenti e dall'altro dalle componenti economiche derivanti dalle rettifiche patrimoniali individuate sopra (maggiori o minori ammortamenti).

I sottoredditi futuri attesi normalizzati risultano pertanto essere i seguenti:

Sottoredditi futuri attesi normalizzati 2009-2013

(dati espressi in Euro)

| | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 |
|-----------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Utile d'esercizio da BP | 325.000 | 295.350 | 293.000 | 699.200 | 668.800 |
| Normalizzazioni | (1.375.925) | (1.375.925) | (1.375.925) | (1.378.776) | (1.378.776) |
| Redditi futuri normalizzati | (1.050.925) | (1.080.575) | (1.082.925) | (679.576) | (709.976) |

2. Tasso di rendimento normale per il settore di riferimento

Il tasso di rendimento "normale" è rappresentato dalle somme di tre componenti:

- il tasso di riferimento base, rappresentativo del rendimento su investimenti privi di rischio. Nel caso specifico si è utilizzato il tasso medio di rendimento dei BTP (Buoni del Tesoro Poliennali) triennali, vigente al 31.12.2008, pari al 3,57% (fonte Unicredit);
- il premio per il rischio, relativo ad un investimento nel settore specifico della società oggetto di valutazione. Tale premio è stato stimato in 1,89, tenuto conto del valore del premio per il rischio nel settore utilities in Italia risultante da uno studio condotto nei Paesi ex G7 (fonte "Nuovo trattato sulla valutazione delle aziende", Guatri e Bini).

Conseguentemente il tasso di rendimento "normale" di settore risulta pari allo **5,46%**, dato dalla somma del tasso di riferimento base (3,57%) e del premio per il rischio (1,89%).

3. Tasso di attualizzazione

Il tasso di attualizzazione, che sconta il rischio di discontinuità ambientale, è stato invece stimato in 6,46 punti percentuali.

4. Arco temporale di riferimento

Il numero di anni (n) da assumere a riferimento per l'attualizzazione del reddito è stato considerato pari a 5.

Nella successiva tavola si riporta il calcolo del valore di C.D.L. s.p.a. secondo il metodo patrimoniale misto.

Valutazione di C.D.L. s.p.a. secondo il metodo patrimoniale misto (dati espressi in Euro)

| | | | | | | |
|---|--------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Patrimonio netto tangibile rettificato | 24.689.565 | | | | | |
| Rendimento normale di settore | 5,46% | | | | | |
| Risultato normalizzato | | (1.050.925) | (1.080.575) | (1.082.925) | (679.576) | (709.976) |
| Risultato di settore (K x i) | | 1.348.050 | 1.348.050 | 1.348.050 | 1.348.050 | 1.348.050 |
| Sovra/sotto redditi | | (2.398.975) | (2.428.625) | (2.430.975) | (2.027.626) | (2.058.026) |
| Tasso di attualizzazione (i') | 6,46% | | | | | |
| Badwill | (9.494.412) | | | | | |
| Valutazione | 15.195.153 | | | | | |

Il sotto reddito è stato determinato come differenza tra il corrispondente risultato medio atteso normalizzato e il relativo reddito "normale" di settore. Tale importo è stato quindi attualizzato ad un tasso pari al 6,46%, per la determinazione dell'avviamento aziendale. Come si può osservare, il sotto reddito attualizzato per un periodo di cinque anni ha determinato un *badwill* aziendale pari ad Euro 9.494.412.

Il valore complessivo della società secondo il metodo di valutazione appena descritto è pari alla somma del valore del patrimonio netto isolatamente apprezzato e del disavviamento aziendale. Sulla base del procedimento valutativo precedentemente esposto, il valore del capitale economico della società è stimato pari a:

€ 15.195.153

4.2. Valore economico di C.D.L. s.p.a. in caso di mancato rinnovo della convenzione alla scadenza

Anche nella valutazione del valore economico di C.D.L. s.p.a. va considerata la possibilità che al 01.01.2012 la società possa non essere più affidataria della gestione del servizio idrico integrato e quindi, di fatto, terminare la propria attività.

Al fine di tener conto di questa eventualità, si è ritenuto opportuno procedere alla valutazione della società anche sulla base dell'ipotetico valore di indennizzo del capitale investito indicato da A.A.T.O., depurato del valore dell'indebitamento contratto per finanziamenti a lungo termine a sostegno degli investimenti stessi, così come risultante alla data del 31.12.2011 dal business plan aziendale.

Il valore del capitale investito di C.D.L. secondo A.A.T.O. per gli esercizi 2009, 2010, e 2011 è così costituito:

Valutazione di A.A.T.O. del capitale investito di C.D.L. s.p.a.
(dati in Euro)

| | 31.12.2009 | 31.12.2010 | 31.12.2011 |
|--|------------|------------|------------|
| Valore di libro del patrimonio C.D.L. s.p.a. | 10.588.221 | 11.070.990 | 11.021.787 |

Il valore dell'indebitamento contratto da parte della società per finanziamenti a lungo termine alla data del 31.12.2011 risulta dal business plan aziendale pari ad Euro 5.773.000.

Di conseguenza il valore economico della società sulla base del capitale investito secondo le indicazioni di A.A.T.O., depurato del valore dell'indebitamento per finanziamenti a lungo, alla data del 31.12.2011 è pari a:

€ 5.248.787

4.3. Valutazione economica finale di C.D.L. s.p.a.

La stima del capitale economico di C.D.L. s.p.a. è stata effettuata ponderando valori ottenuti attraverso l'applicazione dei due approcci.

Le risultanze della valutazione operata sono evidenziate nella tavola sottostante.

Valutazione alla data del 31.12.2008
(dati in Euro)

| Metodologia | Valutazione | Peso | Valore ponderato |
|--|-------------|------|-------------------|
| Metodo patrimoniale misto sulla base business plan 2009 - 2011 | 15.195.153 | 0,5 | 7.597.576,50 |
| Valutazione del capitale investito | 5.248.787 | 0,5 | 2.624.393,50 |
| Totale | | | 10.221.970 |

Pertanto, sulla base dell'applicazione dei procedimenti valutativi precedentemente esposti, il valore del capitale economico della società risulta pari a:

Euro 10.221.970

5. Calcolo del valore delle singole società

Sulla base dei criteri di valutazione di cui sopra, ponderando i valori ottenuti, il valore economico delle due società interessate alla fusione risulta essere il seguente:

- **CAFC s.p.a.:** valore economico **Euro 83.393.848;**
- **C.D.L. s.p.a.:** valore economico **Euro 10.221.970.**

Il rapporto tra i valori economici delle due società è pertanto quantificabile in **8,16**, ovvero il valore di CAFC è 8,16 volte maggiore di quello di CDL.

6. Il rapporto di concambio

Con riferimento ai valori unitari sopra indicati, è ora possibile procedere alla determinazione del rapporto di cambio, ossia il rapporto tra il numero di nuove azioni che CAFC dovrà emettere e riconoscere agli azionisti di CDL, rispetto al numero delle precedenti azioni da questi possedute in C.D.L. medesima.

La misura dell'aumento di capitale della società CAFC da riservarsi ai soci di C.D.L. in funzione del rapporto come sopra definito, è nel seguito specificamente calcolato:

$$\text{C.S. CAFC post fusione} = \frac{(\text{VE di CAFC ante fusione} + \text{VE di CDL}) * \text{C.S. CAFC ante fusione}}{\text{VE di CAFC ante fusione}}$$

Dove:

VE= valore economico

C.S.= capitale sociale

C.S. CAFC ante fusione = Euro 32.212.710

In applicazione delle formula di cui sopra il capitale sociale di CAFC post fusione dovrà essere pari ad Euro 36.161.171 contro gli attuali Euro 32.212.710.

Salvo gli arrotondamenti tecnici, l'assemblea dei soci dovrà pertanto deliberare un aumento di capitale, riservato agli azionisti di CDL, pari ad Euro 3.948.461.

Il numero delle nuove azioni che CAFC dovrà emettere e riconoscere agli attuali azionisti di CDL, sarà determinato come rapporto tra l'aumento di capitale sociale di CAFC e il valore nominale di ciascuna azione di CAFC:

$$\text{n. azioni CAFC ex soci CDL s.p.a.} = \frac{\text{Aumento CS di CAFC}}{\text{Val. nom.azioni di CAFC}}$$

Dove:

Val.nom.azioni di CAFC = 51,65

In applicazione della formula di cui sopra, l'aumento di capitale di CAFC s.p.a. dovrà avvenire mediante emissione di n. 76.446 azioni di CAFC con valore nominale pari ad Euro 51,65.

Conseguentemente **il rapporto di cambio**, ossia il rapporto tra il numero di azioni da riconoscere agli attuali azionisti di CDL rispetto al numero delle vecchie azioni di CDL da loro detenute, sarà pari a **0,6239267**, salvo arrotondamenti.

$$\text{Rapporto di cambio} = \frac{76.446}{122.524} = 0,6239267$$

Come peraltro già segnalato, il rapporto di cambio sopra determinato potrebbe essere adeguato sulla base delle valutazioni delle società alla data del 31 dicembre 2009 e delle successive verifiche di legge.

Udine lì 22.02.2010

In fede
Il perito

