

VALORIZZAZIONE DELLE SOCIETA' "LIVENZA TAGLIAMENTO ACQUE S.p.A." E "SISTEMA AMBIENTE S.R.L.", IN FUNZIONE DELLA DETERMINAZIONE DEI RAPPORTI DI CAMBIO PER LA LORO FUSIONE PER INCORPORAZIONE IN "LIVENZA TAGLIAMENTO ACQUE S.p.A." E CONSEGUENTE DETERMINAZIONE DEI RAPPORTI DI CAMBIO.

Premessa

I sottoscritti Gianpiero Porcaro e Fabrizio Bottosso, dottori Commercialisti, sono stati incaricati rispettivamente dalle società “Sistema Ambiente s.r.l.” (in seguito anche SA o Sistema Ambiente) e “Livenza Tagliamento Acque S.p.A.” (in seguito anche LTA) di predisporre congiuntamente la valutazione economica dell’intero patrimonio delle due società, propedeutica a realizzare un’operazione di fusione per incorporazione di SA in LTA.

In particolare l’obiettivo della valutazione economica delle società è di giungere alla determinazione dei rapporti di cambio attraverso i quali attribuire, ai Comuni soci delle società LTA e Sistema Ambiente, le azioni della società incorporante LTA per effetto della fusione.

Per chiarezza si premette che l’obiettivo delle valutazioni in un’operazione di fusione è quello di determinare il valore relativo di ogni società rispetto al valore complessivo delle entità fuse, e non quello di determinare il valore assoluto delle società coinvolte.

In linea generale, il principio normalmente posto a base di valutazioni propedeutiche alla determinazione di rapporti di cambio in operazioni di fusione è quello dell’omogeneità dei criteri di analisi e di stima del capitale economico delle società coinvolte.

Risulta quindi necessario selezionare criteri e metodi che rispondano ad una medesima logica valutativa e che risultino appropriati per le società oggetto di valutazione, tenendo comunque conto delle diversità e delle specificità che caratterizzano ognuna di esse, per pervenire a valori confrontabili in sede di determinazione del rapporto di cambio.

Ai fini della fusione le situazioni patrimoniali previste dall’articolo 2501 – *quater* del Codice Civile sono costituite dai bilanci delle due società riferiti all’esercizio chiuso al 31 dicembre 2016.

In prima battuta i valori contabili assunti a base delle valutazioni sono stati quelli risultanti dai bilanci riferiti al 31 dicembre 2016 per entrambe le società, approvati dalle rispettive assemblee dei soci e sui quali le rispettive società di revisione hanno emesso giudizio positivo senza rilievi.

Va subito evidenziato che LTA in data 17 gennaio 2017 ha completato il processo di fusione per incorporazione delle due società patrimoniali, proprietarie delle reti ed impianti relativi al servizio idrico integrato “Acque del Basso Livenza Patrimonio S.p.A.” e “CAIBT Patrimonio S.p.A.”. Il progetto di fusione ha previsto la retrodatazione degli effetti contabili e fiscali al 01 gennaio 2017.

Conseguentemente ai fini di determinare i valori contabili di riferimento per LTA è stato necessario integrare i dati del bilancio LTA al 31 dicembre 2016 con quelli del bilancio delle due società patrimoniali, anch’essi assunti dal bilancio alla medesima data. Per effetto del consolidamento dei valori i dati di attivo, passivo e patrimonio netto di LTA non coincidono con quelli del bilancio al 31 dicembre 2016.

Criteri di valutazione adottati

Nella scelta dei criteri di valutazione da utilizzare si è tenuto conto delle particolarità delle due società coinvolte, società affidatarie in house della gestione del servizio idrico integrato (S.I.I.) sul territorio dei 41 comuni soci.

Le due società quindi sono a capitale totalmente pubblico con servizio svolto in misura almeno pari all' 80% sul territorio dei comuni soci e soggette al *controllo analogo* da parte degli stessi.

Le società dispongono del piano economico – finanziario previsto dal metodo tariffario, ma si è ritenuto che lo strumento non sia adatto all'applicazione dei metodi basati sull'attualizzazione dei flussi di cassa (*Discounted cash flow*).

L'applicazione del metodo dei Multipli di Mercato (che prevede l'utilizzo di parametri di valorizzazione espressi dai prezzi di società comparabili, operanti in settori assimilabili, ricavati dai prezzi delle società quotate o da prezzi negoziati in transazioni tra soggetti comparabili) è di difficile applicabilità, non essendo possibile ricavare un campione di società, realmente comparabili alle società coinvolte.

I dati disponibili orientano la scelta verso metodi di valutazione più tradizionali (patrimoniali, reddituali o misti).

Per quanto concerne le peculiarità delle due società, vanno inoltre evidenziati alcuni aspetti, che derivano dal loro percorso storico, che si devono riflettere nelle modalità di applicazione degli altri metodi valutativi.

Le società si presentano alla fusione con una storia ed uno sviluppo profondamente differenti.

LTA nasce dalla fusione di ABL e CAIBT, nate rispettivamente nel 1955 e nel 1958, trasformatesi in società di capitali nel 2003, affidatarie in house del servizio idrico integrato (S.I.I.) nel territorio dell'attuale Consulta dell'Ambito Territoriale Interregionale del "Lemene" (d'ora in poi, per brevità, CATOI), fino alla loro fusione, avvenuta nel 2014.

I due gestori, nel 2011 e nel 2012, in coerenza con il quadro normativo allora vigente, hanno scorporato le reti e gli impianti in due società patrimoniali, ABL Patrimonio e Caibt Patrimonio.

Come già riportato, al 17 gennaio 2017 LTA ha incorporato le due patrimoniali, pertanto ora esiste una sola società, gestore del servizio e proprietaria di reti ed impianti.

Sistema Ambiente nasce nel 2003, come trasformazione del Consorzio tra i comuni di Brugnera e Prata di Pordenone, che a sua volta si era costituito nel 1962.

Nel 2006 con un'operazione di scissione nasce Sistema Ambiente Reti srl, con lo scopo di gestire reti, impianti e dotazioni. Nel 2014 Sistema Ambiente reti srl viene sciolta e le dotazioni patrimoniali vengono attribuite ai comuni (specificatamente i soli comuni di Brugnera e Prata di Pordenone, in quanto unici comuni che originariamente costituivano il Consorzio. I rimanenti 14 comuni che costituiscono la compagine sociale hanno aderito successivamente al 2009, ma senza apportare gli immobili, le reti e gli impianti relativi al SII, altresì affidati in gestione a Sistema Ambiente per l'espletamento del servizio).

Già questo breve excursus storico spiega bene la differenza dei valori patrimoniali desumibili dai bilanci delle due società. Infatti LTA, nelle varie vicende che ne hanno contraddistinto il percorso,

ha mantenuto nel tempo la proprietà delle reti e degli impianti che ha realizzato (salvo quelle che sono state realizzate per i comuni soci e quindi a questi cedute), mentre Sistema Ambiente, con la liquidazione della società patrimoniale, ha riassegnato le infrastrutture ai comuni soci e conseguentemente nel suo patrimonio esistono soltanto reti ed impianti di recente realizzazione.

Altra particolarità che non può essere ignorata in sede di valutazione è che entrambe le società comunque non sono proprietarie e non evidenziano in bilancio, tutte le reti e gli impianti che direttamente utilizzano per l'erogazione del servizio, in quanto una parte di esse appartiene ai comuni soci.

Infatti i soci di Sistema Ambiente sono proprietari diretti delle reti e degli impianti presenti sui propri territori, mentre i soci di LTA sono proprietari diretti di una parte delle infrastrutture del S.I.I., essendo le restanti di proprietà della loro società.

Tale situazione è il risultato della diversa politica dell'assetto proprietario delle infrastrutture del S.I.I. attuato nei due territori, concentrata in capo alla società nel caso di LTA e in capo ai comuni soci nel caso di SA.

Talché alla società risultante dalla fusione, i soci di LTA apporterebbero un rilevante patrimonio di infrastrutture, mentre i Comuni soci di Sistema Ambiente manterrebbero di loro proprietà diretta la gran parte delle infrastrutture del S.I.I. utilizzate ora da S.A. apportandone nella società fusa, tramite S.A., solo una minima parte.

Quindi pur svolgendo la medesima attività di gestione del Servizio idrico integrato, assicurando standard qualitativi equivalenti di gestione del servizio, le società hanno una struttura patrimoniale profondamente diversa.

Tale scelta originaria ha favorito in LTA lo sviluppo nel tempo di una maggiore capacità di realizzare e finanziare infrastrutture del sistema idrico integrato, fatto riscontrabile nella struttura del suo stato patrimoniale.

La situazione esistente e sopra riepilogata ha portato gli scriventi alle seguenti considerazioni.

In primo luogo nella valutazione delle due società non è possibile trascurare il patrimonio netto.

Questo proprio perché in LTA è presente un patrimonio netto molto rilevante, costituito dalle infrastrutture realizzate, mentre in Sistema Ambiente questo patrimonio non c'è.

Inoltre il metodo del patrimonio netto, valorizzando il patrimonio della società, mette in evidenza la maggiore o minore capacità di ogni singola società di dar corso agli investimenti, una delle due attività fondamentali delle società che gestiscono il SII.

Ma il metodo del patrimonio netto non può da solo essere utilizzato per valorizzare le società, perché non dà sufficiente peso all'attività che tali società devono svolgere per l'erogazione del servizio. Quest'ultima attività trova invece adeguata valorizzazione con l'applicazione di metodi reddituali o reddituali misti.

Dal punto di vista economico gestionale, tutte e due le società conseguono con regolarità risultati economici positivi, dimostrando di avere una gestione efficiente.

Va evidenziato che i ricavi degli operatori del settore idrico sono rigorosamente predeterminati dall'Autorità regolatoria dei settori dell'energia elettrica, gas e servizio idrico (AEEGSI), mediante la definizione della tariffa applicabile all'utenza sulla base di parametri oggettivi, costantemente aggiornati, che dipendono da fattori quali i costi operativi, gli investimenti previsti ed effettuati, il miglioramento dell'efficienza della gestione, ecc.

Ma anche i metodi di valutazione reddituali non permettono di individuare compiutamente il valore delle società in quanto la produzione dei valori economici (ricavi, valore della produzione, margine operativo lordo, utile netto), è comunque conseguenza anche del patrimonio impiegato, a prescindere dal soggetto che ne detiene la proprietà, infatti anche le reti e gli impianti che non sono di proprietà delle società contribuiscono all'erogazione dei servizi.

I metodi reddituali o misti patrimoniali reddituali sono quindi influenzati dalla presenza o meno nel patrimonio della società di cespiti e debiti, che incidono sulla redditività dell'esercizio.

Coerentemente con quanto sopra esposto si è ritenuto di individuare il valore economico ai fini della determinazione dei rapporti di cambio delle società LTA e Sistema Ambiente, applicando due sistemi valutativi e valorizzando ognuno dei due metodi un peso del 50 per cento.

In particolare sono stati utilizzati congiuntamente:

- 1- il metodo patrimoniale;
- 2- il metodo misto patrimoniale – reddituale.

Trattandosi di una valutazione che già deriva dalla media di due differenti approcci, si riduce l'esigenza di applicare metodi di controllo. Si precisa comunque che i rapporti di valorizzazione raggiunti con la valutazione trovano conferma in un indicatore reddituale che viene considerato particolarmente significativo (il MOL) ed in altri parametri extracontabili (popolazione servita, territorio servito, metri cubi erogati, ecc.) comunemente utilizzati nel settore.

Il metodo Patrimoniale

Il metodo patrimoniale assume come punto di partenza della valutazione il patrimonio netto di bilancio.

Al patrimonio netto di bilancio devono essere apportate, qualora necessarie, le rettifiche in più o in meno al fine di rendere la situazione contabile espressiva dei valori reali delle società.

LTA a seguito dell'incorporazione delle società patrimoniali ABL Patrimonio e CAIBT Patrimonio avvenuta il 17 gennaio 2017 è proprietaria di reti idriche, fognarie, impianti di sollevamento, depurazione ecc., direttamente realizzate, di immobili costituenti le sedi ed i magazzini, delle apparecchiature elettroniche per l'erogazione del servizio, di arredi, macchine d'ufficio ed automezzi. Tali beni, se acquisiti entro il 2003 sono già iscritti in bilancio a valori peritali, in quanto nella trasformazione da aziende speciali a società di capitali dei gestori esistenti nel 2003, i beni di

proprietà sono stati valorizzati a valori di mercato. Per i beni acquisiti dopo il 2003 il valore residuo contabile si ritiene sia una buona approssimazione dei valori reali, in ipotesi di continuità di funzionamento.

Sistema Ambiente detiene nel proprio patrimonio le reti ed impianti realizzati di recente, in quanto tutte le reti ed impianti esistenti al 2003, anno della costituzione del soggetto in forma di società di capitali, sono stati attribuiti dapprima alla società Sistema Ambiente Reti ed a seguito della sua liquidazione, direttamente ai comuni proprietari.

Le residue attività non immobilizzate sono costituite da crediti verso utenti, Comuni, erario, ecc., mentre il passivo è costituito da ordinari debiti di funzionamento.

Per la revisione contabile sugli elementi attivi e passivi, sono state assunte specifiche documentazioni probatorie le quali, avendo come riferimento i dati del Bilancio di esercizio 2016, utilizzati nella seguente ipotesi, al fine della loro capacità di essere rappresentativi della situazione economico-patrimoniale e finanziaria della società, hanno trovato riscontro nelle relazioni delle società di revisione che, per entrambe le società, hanno emesso sul bilancio un giudizio positivo senza rilievi.

Si è inoltre indagato sui vari elementi dell'attivo e del passivo non monetari per valutare l'opportunità di evidenziare plusvalenze o minusvalenze patrimoniali latenti, oppure per rettificare ulteriormente alcune poste nell'ottica di valutarne il valore effettivo o di mercato.

Da tale attività di verifica non sono emerse rettifiche da rilevare alle situazioni patrimoniali.

Dal punto di vista patrimoniale la principale variazione, rispetto ai valori al 31/12/2016 è stata relativa all'accoglimento, nei valori patrimoniali di LTA, degli elementi dell'attivo e del passivo apportati dalle società patrimoniali incorporate.

Il metodo patrimoniale - reddituale

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

Il valore economico della società con il metodo misto patrimoniale-reddituale è dato dalla somma del patrimonio netto rettificato e dello scostamento tra il reddito futuro atteso della società rispetto a quello che dovrebbe essere il reddito medio del settore.

In particolare se il reddito futuro atteso della società risulta maggiore di quello medio del settore si identifica un avviamento (*goodwill*), viceversa si evidenzia un avviamento negativo (*badwill*).

In particolare quale valore del patrimonio netto rettificato di LTA e Sistema Ambiente, ai fini dell'applicazione del metodo valutativo, è stato assunto quello determinato con il metodo patrimoniale.

Per l'individuazione, dei redditi medi attesi, non essendo adeguato a tal fine il Piano economico-finanziario di cui entrambe le società dispongono in quanto previsto dal Metodo tariffario, sono stati utilizzati i risultati conseguiti negli ultimi tre esercizi, considerando per LTA per l'anno 2014 i dati consolidati delle società fuse. Tali redditi sono stati esaminati per verificare la necessità di procedere ad una normalizzazione, ma non sono emersi dall'analisi eventi o fatti tali da aver influito in maniera rilevante sui redditi del triennio. Si precisa infatti che non possono essere considerati fatti straordinari le variazioni dei ricavi degli anni precedenti conseguenti a delibere tariffarie ovvero a interpretazioni del metodo tariffario.

Il valore dello scostamento tra il reddito futuro atteso dell'azienda rispetto al reddito medio del settore è calcolato secondo la seguente formula: $= a_n - i' (R - i \cdot K)$

dove:

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

I seguenti parametri sono stati determinati ed utilizzati per entrambe le società.

– **i** = *Tasso di rendimento «normale» per il settore di riferimento*

Questo tasso è stato determinato secondo il criterio del costo opportunità, dal punto di vista dell'investitore capitalista, con risorse limitate, che giudicherà conveniente un determinato investimento finché, a parità di rischio, non abbia la possibilità di trovare un investimento più redditizio.

Semplificando si può definire questo tasso come la somma di due componenti:

- *il tasso di riferimento base*, rappresentativo del rendimento su investimenti privi di rischio (o meglio con rischio molto limitato). Nel caso specifico si è utilizzato un tasso ancorato al rendimento dei BTP (Buoni del Tesoro Poliennali) decennali, sulla base dei tassi riscontrati nelle aste dell'anno 2016 (dati rilevati sul sito del Ministero del Tesoro). Sulla base di tali considerazioni il tasso utilizzato è stato del 1,70%;

- *il premio per il rischio*, che rappresenta l'ulteriore rendimento atteso per effettuare un investimento nel settore specifico della società oggetto di valutazione. Tale premio è stato stimato nel 1,15%. Il valore è stato determinato partendo da uno studio di Ref Ricerche srl, specializzata nell'analisi del settore dei servizi pubblici locali, e della considerazione ivi riportata della ridotta concorrenza presente nel settore idrico, collegata alla sostanziale stabilità dei ricavi garantiti dal metodo tariffario. Conseguentemente il tasso di rendimento "normale" di settore risulta pari allo **2,85%**, dato dalla somma del tasso di riferimento base (1,70%) e del premio per il rischio (1,15%).

– **i'** = *Tasso di attualizzazione*

Il tasso di attualizzazione rappresenta il puro compenso finanziario per il trascorrere del tempo. È un metodo per trasferire i valori da un tempo t_1 al tempo t_0 , ed è indipendente dal rischio finanziario dell'impresa. Il tasso di attualizzazione è stato stimato pari al 1,70%.

– **n** = *Arco temporale di riferimento*

Il numero di anni (n) da assumere a riferimento per l'attualizzazione del reddito è stato considerato pari a 21, che rappresenta la durata residua dell'affidamento del servizio idrico integrato con scadenza più lontana.

Valutazione economica di "LIVENZA TAGLIAMENTO ACQUE S.p.A." (LTA)

Metodo Patrimoniale

Il patrimonio netto di LTA risultante dal Bilancio di esercizio al 31/12/2016 non è rappresentativo dell'effettiva consistenza patrimoniale della società che si presenta alla fusione, non comprendendo ancora i valori delle società patrimoniali incorporate, "Acque del Basso Livenza Patrimonio S.p.A." e "Caibt Patrimonio S.p.A.". La fusione per incorporazione ha avuto effetti contabili il 01 gennaio 2017.

La prima necessità è stata quindi quella di aggregare tali valori sulla base dei dati di bilancio delle tre società. Dall'aggregazione è emerso il seguente risultato.

LTA - SITUAZIONE CON PATRIMONIALI INCORPORATE AL 01/01/2017

	LTA	ABLP	CAIBTP	TOTALE
Immobilizzazioni immateriali nette	5.300.114	46.498	4.912	5.351.524
Immobilizzazioni materiali nette	25.804.413	30.983.585	11.099.691	67.887.689
Immobilizzazioni finanziarie	2.311.495	-	-	2.311.495
Rimanenze	725.864	-	-	725.864
CREDITI	15.548.210	2.167.388	634.247	18.349.845
	-	-	-	-
	15.548.210	2.167.388	634.247	18.349.845
Disponibilità Liquide	10.563.497	224.441	237.044	11.024.982
Capitale Circolante	26.837.571	2.391.829	871.291	30.100.691
ratei e risconti	222.304	459	-	222.763
	27.059.875	2.392.288	871.291	30.323.454
TOTALE ATTIVO	60.475.897	33.422.371	11.975.894	105.874.162
Fondi di rischi	139.217	-	-	139.217
TFR	700.402	-	-	700.402
Debiti				
Obbligazioni	14.000.000	-	-	14.000.000
Debiti vs soci per finanziamenti	-	-	68.687	68.687
Banche	10.612.719	6.691.712	315.546	17.619.977
altri finanziatori (CCDDPP)	-	-	550.664	550.664
Acconti	4.986	-	35.000	39.986
Fornitori	5.631.154	36.000	-	5.667.154
Tributari	387.953	1.999	27.326	417.278
Previdenza	365.447	1.152	-	366.599
Altri debiti	3.410.623	1.879	-	3.412.502
TOTALE DEBITO	34.412.882	6.732.742	997.223	42.142.847
Ratei e risconti	8.011.406	10.400.190	2.187.778	20.599.374
TOTALE PASSIVO	43.263.907	17.132.932	3.185.001	63.581.840
TOTALE PASSIVO + NETTO	43.263.907	17.132.932	3.185.001	63.581.840
Patrimonio Netto	17.211.990	16.289.439	8.790.893	42.292.322
TOTALE PASSIVO + NETTO	60.475.897	33.422.371	11.975.894	105.874.162

L'elisione dei crediti e debiti reciproci non ha avuto effetti sul patrimonio netto (vi è la contemporanea diminuzione dei crediti e dei debiti verso fornitori per euro 2.239.687).

Conseguentemente il patrimonio netto contabile di LTA da prendere a riferimento per la fusione è di Euro 42.292.322.

Sono state quindi esaminate le attività esistenti, per valutare eventuali rettifiche da apportare ai valori contabili per determinarne valori correnti differenti.

Si elencano brevemente le considerazioni effettuate sulle attività più rilevanti.

Immobilizzazioni materiali ed immateriali

Per effetto della fusione LTA è proprietaria anche di una significativa parte delle infrastrutture attraverso le quali eroga il Servizio Idrico Integrato. Di conseguenza le immobilizzazioni materiali della società, alla data di riferimento della valutazione, presentano le seguenti caratteristiche:

- Immobili: si tratta di terreni, fabbricati, quali le sedi amministrativa, commerciale ed operativa, magazzini, l'aula polifunzionale, i fabbricati che ospitano gli impianti. I beni cespitati prima del 2003 sono iscritti a valore di perizia del 2003, mentre per quelli più recenti il valore netto contabile ne esprime fedelmente il valore di costruzione.
- Condotte, impianti, immobilizzazioni in corso: anche in questo caso vi sono beni cespitati prima del 2003 che sono iscritti a valore di perizia del 2003, e beni più recenti, per i quali il valore netto contabile ne esprime con buona approssimazione il valore di ricostruzione.
- Attrezzature, mobili, arredi, automezzi, ecc.: i beni esistenti già al 2003 sono iscritti a valori peritali, quelli acquisiti successivamente, sia perché abbastanza recenti, sia per loro stessa natura, non si prestano a rivalutazioni.
- Migliorie su beni di terzi, e costi pluriennali: in ipotesi di una valorizzazione in continuità aziendale, si è ritenuto di confermare tali costi, iscritti nel rispetto delle norme di legge. Le migliorie ed adeguamenti su beni di terzi sono lavori eseguiti sulle reti ed impianti dei comuni o delle società patrimoniali prima esistenti, pertanto il valore residuo contabile esprime il valore reale, mentre l'importo relativo agli altri oneri pluriennali è stato confermato a maggior ragione in quanto tale importo è poco significativo.

Non sono state quindi effettuate rettifiche di valore dei beni materiali ed immateriali.

Magazzino

Non si è ritenuto di effettuare alcuna rettifica al valore in quanto già confermato dagli organi di controllo in sede di verifica del bilancio.

Crediti verso clienti

Particolare attenzione è stata dedicata ai crediti verso clienti, trattandosi di una partita piuttosto rilevante.

Si deve precisare che negli ultimi esercizi la società ha svolto un lavoro molto importante di analisi e valorizzazione dei crediti verso gli utenti, applicando importanti svalutazioni agli importi nominali. L'importo del fondo svalutazione crediti iscritto a bilancio al 31/12/2016 è pari ad euro 1.297.000 e ampiamente cautelativo visto l'intervallo di riferimento che è il 2010-2016. Si ricorda inoltre che il metodo tariffario riconosce ai gestori la copertura di un costo per crediti svalutati pari, nel caso di LTA, ad euro 400.000 circa annui.

Inoltre l'importo dei crediti verso clienti è stato oggetto di specifica analisi anche da parte della società di revisione, che non ha effettuato rilevamenti per questa voce.

Non si è quindi proceduto ad effettuare alcuna rettifica al valore dei crediti.

Altre voci

Le altre voci di bilancio sono costituite all'attivo da crediti fiscali, di cui è stata accertata l'esistenza, liquidità per oltre dieci milioni di euro e un importo a pegno dell'emissione del prestito obbligazionario, di euro 2.240.000.

Al passivo si segnalano le voci più importanti: il debito per il prestito obbligazionario, pari ad euro 14.000.000, il cui rimborso è iniziato nel 2017, debiti verso banche per mutui accesi per la realizzazione degli investimenti, debiti verso fornitori e per depositi cauzionali da utenti.

Rilevante è il valore dei ratei e risconti passivi, pari ad euro 20.559.374, costituiti per la quasi totalità da contributi pubblici ricevuti per la realizzazione degli investimenti, che sono imputati a conto economico a rettifica del costo per ammortamento dei beni ai quali si riferiscono, con la stessa aliquota proporzionale.

Per nessuna di tali poste sono state necessarie rettifiche di valore.

Alla luce delle rettifiche patrimoniali sopra individuate il patrimonio netto rettificato di LTA, giuridicamente dal 01/01/2017, data di effetto della fusione, ma sostanzialmente già dal 31/12/2016 risulta pari ad **Euro 42.292.322**.

Metodo misto patrimoniale – reddituale

Come già evidenziato, ai fini dell'applicazione del metodo di valutazione, il valore di K, patrimonio netto rettificato, è quello determinato con il metodo patrimoniale.

Reddito medio normale atteso

Prima di determinare il reddito medio normale atteso di LTA è stato considerato il risultato dell'esercizio 2016 rettificato del risultato delle società patrimoniali, poi fuse, sostanzialmente eliminando i costi e ricavi reciproci.

Per individuare il reddito medio normale atteso da utilizzare per la valorizzazione, sono stati presi a riferimento i risultati degli ultimi tre esercizi.

Tale scelta è ritenuta accettabile in quanto si tratta di esercizi nei quali la società ha applicato pienamente l'articolato metodo tariffario previsto dall'AAEGSI.

Inoltre dovendo applicare tariffe determinate da enti regolatori, non vi potranno essere in futuro modifiche dei ricavi se non dipendenti dagli ulteriori costi generati dagli investimenti. Pertanto è ragionevole ritenere che i risultati futuri saranno in linea con quelli fino ad ora conseguiti.

Nel valutare le rettifiche da apportare ai dati economici del triennio per determinare un reddito quanto più possibile normale si è riscontrato che i risultati economici della società non sono stati influenzati in misura tale da doverne tenere conto, da eventi straordinari.

In particolare le rettifiche di ricavi, positive e negative, derivanti dalla possibilità di determinare, per alcune tipologie di utenze, solo a posteriori gli esatti ricavi spettanti per esercizi precedenti, non

possono essere considerate sopravvenienze attive o passive straordinarie, ma semplicemente tariffa che diventa nota in seguito e pertanto sono state considerate componenti ordinarie, da non normalizzare.

Non sono state riscontrate altre partite straordinarie rilevanti, i cui effetti abbiano dovuto essere sterilizzati.

È stato determinato quindi un reddito medio normale atteso di Euro 1.845.109.

Su tali valori del patrimonio netto rettificato e del reddito medio normale atteso è stata applicata la formula di calcolo del metodo misto patrimoniale reddituale, in un arco temporale di diciotto anni e con i tassi i ed i^1 indicati in precedenza (rispettivamente 2,85% e 1,70%).

Il calcolo ha determinato un *goodwill* per la società, e ne è risultato un valore complessivo di LTA di Euro **50.348.009**.

Valutazione economica finale

La stima del valore complessivo di LTA è stata effettuata ponderando i valori ottenuti attraverso l'applicazione dei due metodi di valutazione.

Le risultanze della valutazione operata sono evidenziate nella tavola sottostante.

metodo di valutazione	valorizzazione	peso	valore ponderato
patrimoniale puro	42.292.322	50%	€ 21.146.161
misto patrimoniale reddituale	50.348.009	50%	€ 25.174.005
			€ 46.320.166

Pertanto, ai fini della determinazione del rapporto di concambio, il valore del capitale economico della società "Livenza Tagliamento Acque S.p.A." è stato determinato in

Euro 46.320.166.

Valutazione economica di “Sistema Ambiente srl” (SA)

Metodo Patrimoniale

Riferimento iniziale per l’analisi è stato il bilancio al 31/12/2016.

Si elencano brevemente le considerazioni effettuate sulle attività più rilevanti.

Immobilizzazioni materiali ed immateriali

A seguito della scissione, avvenuta nel corso del 2006, gli immobili, le reti e gli impianti relativi al Servizio Idrico Integrato sono stati attribuiti alla società patrimoniale “Sistema Ambiente Reti srl”, poi sciolta con conseguente attribuzione dei beni ai comuni soci (specificatamente i soli comuni di Brugnera e Prata di Pordenone, in quanto unici comuni che originariamente costituivano il Consorzio. I rimanenti 14 comuni che costituiscono la compagine sociale hanno aderito successivamente al 2009, ma senza apportare gli immobili, le reti e gli impianti relativi al SII, altresì affidati in gestione a Sistema Ambiente per l’espletamento del servizio).

Di conseguenza le immobilizzazioni materiali della società, alla data di riferimento della valutazione, presentano le seguenti caratteristiche:

- Immobili: si tratta sostanzialmente della sede sociale, di un immobile adiacente alla stessa, di una vasca di accumulo e dei terreni sui quali insistono tali beni. Tutti i beni sono di recente acquisizione, quindi il valore espresso dal bilancio ne esprime anche il valore reale.
- Condotte, impianti: anche in questo caso si tratta di beni realizzati di recente, per la gran parte dal 2012 in poi. Tenuto conto della recente realizzazione, il valore netto contabile ne esprime fedelmente il valore di costruzione.
- Attrezzature, mobili, arredi, automezzi, ecc.: anche in questo caso la maggior parte dei beni è stata acquistata in epoca recente. Si tratta di beni che per loro stessa natura, non si prestano a rivalutazioni, e che mantengono apprezzabili valori soltanto se inserite all’interno di un contesto organizzato nel quale vengono utilizzate, e per le quali la società applica le aliquote di ammortamento “economiche” valide per il calcolo della tariffa e non le più elevate aliquote fiscali di ammortamento.
- Migliorie su beni di terzi, e costi pluriennali: in ipotesi di una valorizzazione in continuità aziendale, si è ritenuto di confermare tali costi, iscritti nel rispetto delle norme di legge. Le migliorie ed adeguamenti su beni di terzi sono lavori eseguiti su reti ed impianti di proprietà dei comuni.

Non sono state quindi effettuate rettifiche di valore dei beni materiali ed immateriali.

Magazzino

Non si è ritenuto di effettuare alcuna rettifica al valore in quanto già confermato dagli organi di controllo in sede di verifica del bilancio.

Crediti verso clienti

I crediti verso clienti sono relativi a fatture/bollette, emesse e da emettere, per le prestazioni ordinarie erogate.

Anche Sistema Ambiente ha posto una particolare attenzione alla valorizzazione dei crediti, accantonando a bilancio un fondo svalutazione crediti molto rilevante e pari al 31/12/2016 ad euro 801.092.

Il valore di presumibile realizzo dei crediti non è stato oggetto di segnalazione da parte della società di revisione in sede di verifica sul bilancio d'esercizio.

Per tali ragioni se ne è confermato l'importo senza modifiche.

Altre voci

Le altre voci di bilancio sono costituite all'attivo da crediti fiscali, di cui è stata accertata l'esistenza e disponibilità liquide.

Al passivo si segnalano le voci più rilevanti quali i debiti per contributi ricevuti ma ancora da impiegare per investimenti, debiti verso fornitori, ed il fondo trattamento di fine rapporto di lavoro dei dipendenti, il cui importo risulta certificato dal consulente del lavoro.

Per nessuna di tali poste sono state necessarie rettifiche di valore.

Alla luce dell'analisi sopra esposta, il patrimonio netto di Sistema Ambiente srl al 31/12/2016 risulta pari ad **Euro 3.441.867**.

Metodo misto patrimoniale - reddituale

Come già evidenziato, ai fini dell'applicazione del metodo di valutazione, il valore di K, patrimonio netto rettificato, è quello determinato con il metodo patrimoniale.

Reddito medio normale atteso

Non avendo la società predisposto un *business plan*, per individuare il reddito medio normale atteso da utilizzare per la valorizzazione, sono stati presi a riferimento i risultati degli ultimi tre esercizi.

Tale scelta è ritenuta accettabile in quanto si tratta di esercizi nei quali la società ha applicato pienamente l'articolato metodo tariffario previsto dall'AAEGSI.

Inoltre dovendo applicare tariffe determinate da enti regolatori, non vi potranno essere in futuro modifiche dei ricavi se non dipendenti dagli ulteriori costi generati dagli investimenti. Pertanto è ragionevole ritenere che i risultati futuri saranno in linea con quelli fino ad ora conseguiti.

Nel valutare le rettifiche da apportare ai dati economici del triennio per determinare un reddito quanto più possibile normale si è riscontrato che i risultati economici della società non sono stati influenzati in misura tale da doverne tenere conto, da eventi straordinari.

In particolare le rettifiche di ricavi, positive e negative, derivanti dalla possibilità di determinare, per alcune tipologie di utenze, solo a posteriori gli esatti ricavi spettanti per esercizi precedenti, non possono essere considerate sopravvenienze attive o passive straordinarie, ma semplicemente tariffa

che diventa nota in seguito e pertanto sono state considerate componenti ordinarie, da non normalizzare.

Non sono state riscontrate altre partite straordinarie rilevanti, i cui effetti abbiano dovuto essere sterilizzati.

È stato determinato quindi un reddito medio normale atteso di Euro 812.125.

Con tali valori del patrimonio netto rettificato e del reddito medio normale atteso è stata applicata la formula di calcolo del metodo misto patrimoniale reddituale, in un arco temporale di diciotto anni e con i tassi i ed i^1 indicati in precedenza (rispettivamente 2,85% e 1,70%).

Il calcolo ha determinato un *goodwill* per la società, e ne è risultato un valore complessivo di Sistema Ambiente di Euro **12.432.518**.

Valutazione economica finale

La stima del valore complessivo di Sistema Ambiente è stata effettuata ponderando i valori ottenuti attraverso l'applicazione dei due metodi di valutazione.

Le risultanze della valutazione operata sono evidenziate nella tavola sottostante.

metodo di valutazione	valorizzazione	peso	valore ponderato
patrimoniale puro	3.441.867	50%	€ 1.720.934
misto patrimoniale reddituale	12.432.519	50%	€ 6.216.259
			€ 7.937.193

Pertanto, ai fini della determinazione del rapporto di cambio, il valore del capitale economico della società "Sistema Ambiente srl" è stato determinato in

Euro 7.937.193.

Sintesi dei valori

La valorizzazione delle due società ai fini della determinazione dei rapporti di cambio è sinteticamente riportata di seguito:

valorizzazione	Lta	Sistema ambiente	TOTALE
valorizzazione assoluta	€ 46.320.166	€ 7.937.193	€ 54.257.358
incidenza percentuale	85,37%	14,63%	100,00%

Si evidenzia come l'incidenza percentuale di ogni società, determinata come sintesi di due diversi sistemi di valorizzazione, sia molto simile al valore risultante dal rapporto tra il Margine Operativo Lordo (MOL) delle due società, indicatore molto significativo ed utilizzato diffusamente quale base di partenza per la valorizzazione attraverso i multipli di mercato.

Nel MOL la redditività viene misurata al lordo oltre che delle imposte, anche degli oneri finanziari e degli ammortamenti i quali rivestono un peso molto importante perché sono l'effetto dell'attività di investimento.

L'ammortamento esprime la quota parte del valore degli investimenti eseguiti attribuibile all'esercizio, mentre gli oneri finanziari riflettono il costo di tali investimenti finanziato con capitale di terzi.

Come già ricordato l'attività di investimento è una delle due attività (oltre alla gestione del servizio) che una società affidataria del servizio è chiamata a svolgere, talché il mancato realizzo degli investimenti si riflette nella diminuzione futura dei ricavi tariffari, per effetto del meccanismo tariffario vigente.

Fino ad ora però le società hanno investito in maniera molto diversa. LTA ha assunto specifici debiti (si veda il prestito obbligazionario ed i debiti bancari) per finanziare un'attività di investimento molto rilevante (si veda l'importo delle immobilizzazioni), mentre Sistema Ambiente ha effettuato minori investimenti, risultando quindi meno indebitata.

Il MOL permette di apprezzare i risultati delle due società prima che siano influenzati dalla quantità di investimenti eseguiti.

Il rapporto tra i MOL del 2016 delle due società è il seguente:

	LTA	SISTEMA AMBIENTE	TOTALE
Margine operativo Lordo (MOL)	6.881.733	1.479.779	8.361.512
	82,30%	17,70%	100,00%

Il rapporto percentuale tra i due MOL ha un valore molto simile a quello determinato in fase di valutazione, consentendo quindi di assumere definitivamente i valori determinati con l'applicazione dei metodi valutativi sopra indicati (media del metodo patrimoniale e del metodo misto patrimoniale – reddituale) per la determinazione del rapporto di cambio.

Rapporti di concambio

Il capitale sociale di LTA, società incorporante, è di Euro 15.000.000, composto da 15.000.000 azioni ordinarie del valore nominale di un euro ciascuna.

Il capitale sociale di Sistema Ambiente, società incorporata, è di Euro 540.000, composto da quote, suddivise tra i soci.

Trattandosi di una fusione per incorporazione di Sistema Ambiente srl in Livenza Tagliamento Acque S.p.A., potrebbe essere determinato il solo rapporto di cambio al quale le quote dei soci di Sistema Ambiente sarebbero scambiate con le azioni di LTA.

Così operando il capitale sociale della società incorporante verrebbe aumentato per effetto del puro calcolo matematico, attestandosi ad un valore di euro 17.570.325.

Gli organi amministrativi delle società coinvolte hanno al contrario preferito determinare il capitale sociale in un numero tondo, di più facile memoria per chiunque. Si è deciso quindi di determinare il capitale sociale in esatti Euro 18.000.000, composto da 18.000.000 azioni del valore nominale di un euro.

Per raggiungere tale obiettivo è necessario determinare due rapporti di cambio, uno per ognuna delle società coinvolte.

Infatti sulla base delle valorizzazioni precedentemente riportate è necessario determinare il numero di azioni di LTA - che risulteranno emesse per effetto della fusione - da attribuire ai soci di ognuna delle società coinvolte in considerazione del valore delle singole società rispetto al valore complessivo di tutte le società.

Tenuto conto di tali considerazioni preliminari, il procedimento utilizzato per la determinazione dei rapporti di cambio è stato il seguente.

Si è determinato il numero di azioni da attribuire ai soci di ogni singola società coinvolta, in base al suo valore relativo rispetto al valore complessivo di tutte le società coinvolte, ipotizzando un numero di azioni complessive di 18.000.025.

Risulta che le azioni di LTA emesse a seguito della fusione devono essere così ripartite:

Società	valorizzazione società	percentuale	soci	azioni attribuite	percentuale
LTA	46.320.166	85,37%	Ai soci LTA	15.366.840	85,37%
SISTEMA AMBIENTE	7.937.193	14,63%	Ai soci ABLP	2.633.185	14,63%
	54.257.358	100,00%		18.000.025	100,00%

Determinato in questo modo il numero delle azioni della società incorporante LTA che sono da attribuire ai soci di ognuna delle società coinvolte, risulta possibile determinare i rapporti di cambio ai quali le azioni attualmente possedute dai soci delle società LTA e Sistema Ambiente devono essere scambiate con le azioni di LTA post fusione.

I rapporti di cambio sono di seguito riepilogati:

soci	azioni attribuite	azioni/quote esistenti	Rapporti di cambio
Ai soci LTA	15.366.840	15.000.000	1,024455993
Ai soci SA	2.633.185	540.000	4,876268717
	18.000.025	15.540.000	

Per effetto dei resti infrazionabili, arrotondati per troncamento, è risultato che le azioni che saranno complessivamente emesse da LTA sono in realtà esattamente 18.000.000, di cui 15.366.824 da attribuire ai soci di LTA (16 in meno di quelle teoricamente da emettere) 2.633.176 da attribuire ai soci di Sistema Ambiente (9 in meno di quelle teoricamente da emettere).

Nella tabella di seguito riportata sono indicate le azioni di nuova emissione della società incorporante LTA spettanti ad ogni Comune socio di LTA e Sistema Ambiente, sulla base dei rapporti di cambio sopra individuati, tenuto conto dei troncamenti effettuati per tenere conto dei resti non frazionabili.

Comuni soci LTA	azioni LTA			
	azioni attuali v.n. € 1	nuove azioni v.n. € 1	troncate	resto
San Michele al Tagliamento	3.057.517	3.132.291,61	3.132.290	1,61
Portogruaro	1.938.503	1.985.911,02	1.985.910	1,02
San Stino di Livenza	972.168	995.943,33	995.942	1,33
Concordia Sagittaria	902.143	924.205,80	924.205	0,80
Azzano Decimo	902.143	924.205,80	924.205	0,80
Fossalta di Portogruaro	764.378	783.071,62	783.071	0,62
Pasiano di Pordenone	763.911	782.593,20	782.593	0,20
Annone Veneto	624.770	640.049,37	640.049	0,37
Pramaggiore	624.770	640.049,37	640.049	0,37
Chions	624.770	640.049,37	640.049	0,37
Cinto Caomaggiore	555.653	569.242,05	569.242	0,05
Meduna di Livenza	555.653	569.242,05	569.242	0,05
Pravisdomini	555.653	569.242,05	569.242	0,05
Gruaro	499.786	512.008,76	512.008	0,76
Sesto al Reghena	485.629	497.505,54	497.505	0,54
Teglio Veneto	411.588	421.653,79	421.653	0,79
Cordovado	293.990	301.179,82	301.179	0,82
San Vito al Tagliamento	235.192	240.943,85	240.943	0,85
Caorle	205.792	210.824,85	210.824	0,85
Fiume Veneto	9.580	9.814,29	9.814	0,29
Zoppola	7.338	7.517,46	7.517	0,46
San Giorgio della Richinvelda	3.957	4.053,77	4.053	0,77
Valvasone Arzene	3.379	3.461,64	3.461	0,64
San Martino al Tagliamento	1.293	1.324,62	1.324	0,62
Casarsa della Delizia	444	454,86	454	0,86
totali	15.000.000	15.366.839,89	15.366.824	15,89
Comuni soci SA	quote, poi azioni SA			
	quote attuali	nuove azioni v.n. € 1	troncate	resto
Porcia	70.000,00	341.338,81	341.338	0,81
Cordenons	70.000,00	341.338,81	341.338	0,81
Fontanafredda	70.000,00	341.338,81	341.338	0,81
Sacile	70.000,00	341.338,81	341.338	0,81
Brugnera	70.000,00	341.338,81	341.338	0,81
Prata di Pordenone	70.000,00	341.338,81	341.338	0,81
Maniago	70.000,00	341.338,81	341.338	0,81
San Quirino	10.000,00	48.762,69	48.762	0,69
Cavasso Nuovo	5.000,00	24.381,34	24.381	0,34
Fanna	5.000,00	24.381,34	24.381	0,34
Frisanico	5.000,00	24.381,34	24.381	0,34
Tramonti di Sotto	5.000,00	24.381,34	24.381	0,34
Tramonti di Sopra	5.000,00	24.381,34	24.381	0,34
Vajont	5.000,00	24.381,34	24.381	0,34
Meduno	5.000,00	24.381,34	24.381	0,34
Vivaro	5.000,00	24.381,34	24.381	0,34
totali	540.000,00	2.633.185,11	2.633.176	9,11

L'emissione da parte della società incorporante LTA di venticinque azioni in meno rispetto al numero di azioni teoricamente da emettere, determina il pagamento di un conguaglio di fusione a favore dei Comuni soci, dell'importo complessivo di Euro 75,36, calcolato in riferimento ad un valore di Euro 3,01 per ogni azione di LTA successiva alla fusione.

Pordenone - Cinto Caomaggiore li, 21 giugno 2017

In fede



Tolvo Padorano