

Reg. Imp. Venezia n. 80013370277

Rea n. VE - 245468

ACTV S.P.A.

Isola Nova del Tronchetto, 32 - 30135 Venezia

Capitale sociale euro 24.725.272,00 i.v.

Perizia di valutazione

Studio Associato Boldrin & Vianello

Castello n. 5507 - 30122 Venezia

INDICE

1) Premessa	pag.	1
2) Finalità dell'incarico.....	>>	1
3) ACTV s.p.a.	>>	1
4) Il contesto normativo	>>	4
5) La documentazione esaminata	>>	5
6) I criteri di valutazione	>>	7
6.1 Metodi patrimoniali	>>	8
6.2 Metodi reddituali	>>	8
6.3 Metodi misti patrimoniale e reddituale con stima autonoma dell'avviamento	>>	10
6.4 Metodi finanziari	>>	11
6.5 Metodi empirici	>>	12
7) Il metodo adottato	>>	12
8) Il capitale economico di ACTV s.p.a. al 31.12.2015	>>	14
9) Conclusioni	>>	19

1) Premessa

Il sottoscritto dott. Giovanni Boldrin, nato a Venezia (Ve) il 13 maggio 1972, C.F. BLD GNN 72E13 L736J, iscritto all'Albo dei Dottori Commercialisti e degli esperti contabili di Venezia al numero 848, con Studio in Venezia, Castello 5507, revisore contabile, ha ricevuto l'incarico di formulare, in attuazione al piano di razionalizzazione delle Società partecipate del Comune di Venezia, come indicato nella delibera del Consiglio Comunale di Venezia n. 137/2015, ed in supporto alle decisioni della società in merito alla prospettata operazione di scissione di PMV Spa, una valutazione indipendente del valore del patrimonio netto della società ACTV s.p.a., sulla base dei dati economico patrimoniali risultanti dal bilancio della società al 31 dicembre 2016 nonché da altre informazioni rese dalla società, utili allo scopo.

L'incarico segue quello analogo ricevuto lo scorso anno con riferimento ai dati di bilancio al 31.12.2015 e la presente relazione rappresenta un aggiornamento di quella redatta in tale circostanza.

ooOoo

2) Finalità dell'incarico

L'incarico ha lo scopo di determinare il valore del capitale economico di ACTV s.p.a. in vista della scissione totale non proporzionale di PMV s.p.a, con l'attribuzione ad AVM s.p.a. del ramo d'azienda infrastrutture (tram e pontili) con il relativo indebitamento e ad ACTV s.p.a. di tutti i residui *assets* (sede, depositi e impianti fissi di fermata del settore automobilistico).

Ai soci della scissa PMV verranno assegnate azioni di nuova emissione di ACTV in concambio delle azioni PMV in loro possesso.

In qualità di esperto estimatore, mi è richiesta la valutazione del capitale economico di ACTV, al fine di determinare il valore delle emettende azioni di ACTV da concambiare con le azioni di PMV s.p.a. che saranno annullate in seguito alla progettata scissione.

Si tratta di una valutazione non prevista dalla disciplina codicistica ma a cui l'Organo amministrativo di ACTV ha ritenuto di ricorrere per suffragare le proprie decisioni in merito alla determinazione del prezzo di emissione delle nuove azioni.

ooOoo

3) ACTV s.p.a.

ACTV s.p.a., ha sede in Venezia, Isola Nova del Tronchetto n. 32, capitale sociale di euro 24.725.272,00 interamente versato, codice fiscale e numero di iscrizione al Registro delle

Imprese di Venezia 80013370277, numero di iscrizione al REA di Venezia VE - 245468, partita IVA 00762090272.

La Società ha per oggetto *“la gestione di tutte le attività riconducibili ai servizi di trasporto pubblico locale, con qualsiasi mezzo attuati e con qualunque forma affidati, nonché le attività inerenti la mobilità delle persone.*

Nell’ambito delle attività di cui al primo comma, la società può gestire, secondo il modello in-house, servizi pubblici affidati dagli enti pubblici soci, in via diretta e/o per il tramite di società partecipate al 100% dagli enti medesimi o Enti di Bacino da essi partecipati e in tal caso ha l’obbligo di effettuare almeno l’ottanta per cento o la misura fissata di volta in volta dal legislatore del proprio fatturato nello svolgimento di tali attività.

Rispetto alla suddetta percentuale minima di fatturato per servizi prestati secondo il modello in house, la produzione ulteriore per altri servizi è consentita a condizione che permetta di conseguire economie di scala o altri recuperi di efficienza sul complesso dell’attività principale della società.

Tutte le attività inerenti ai servizi pubblici gestiti secondo il modello in house dovranno essere svolte sotto il controllo analogo, esercitabile anche attraverso la stipula di appositi Patti parasociali, da parte degli enti affidanti il servizio in via diretta e/o per il tramite di Enti di Bacino da essi partecipati.

In particolare e a titolo esemplificativo rientrano nell’oggetto sociale:

- *la gestione dei servizi di trasporto pubblico di linea nell’ambito delle unità di rete assegnate nelle forme di legge;*
- *l’esercizio di eventuali linee, prolungamenti e derivazioni, nonché servizi di coincidenze o interdipendenze con quelli di zone limitrofe, anche al di fuori delle unità di rete assegnate, compreso l’esercizio di linee interregionali, internazionali e gran turismo di competenza di regioni e dello Stato;*
- *lo svolgimento di attività di progettazione, per mezzo di soggetti abilitati, realizzazione, messa in servizio e gestione di sistemi di trasporto rapido di massa (tranvie, linee metropolitane, funicolari terrestri ecc.), e di infrastrutture legate alla mobilità. L’incarico relativo allo svolgimento delle attività di progettazione avverrà in conformità alle previsioni di legge;*
- *la gestione di servizi di parcheggio e aree di sosta e di parcheggi scambiatori e comunque di strutture attinenti l’intermodalità;*
- *la gestione dei terminal della gronda lagunare e dei relativi servizi strumentali e accessori;*

- *la gestione del servizio di rimozione veicoli e natanti;*
- *la gestione di strutture di approdo lagunare;*
- *il compimento di atti e lo svolgimento di attività connesse all'esercizio dei servizi di trasporto pubblico quali, ad esempio, l'istituzione di posti di ristoro nelle stazioni viaggiatori, e simili;*
- *la gestione del servizio di bike sharing e di car sharing;*
- *lo svolgimento di servizi complementari di trasporto di persone, quali i servizi turistici, di noleggio anche a mezzo fuori linea e di trasporto merci;*
- *lo svolgimento di servizi di trasporto scolastici, per disabili ed altri servizi di trasporto classificati di tipo privato richiesti da Enti pubblici o da privati;*
- *lo svolgimento di attività di progettazione, di officina (meccanica e motoristica, carrozzeria, elettrauto, gommista) e di cantiere per la costruzione, le riparazioni e per le manutenzioni ordinarie e straordinarie dei mezzi aziendali (automezzi e natanti) ed anche per conto terzi, nonché di studio, sperimentazione ed industrializzazione di nuove tecnologie navali, e in generale, di allestimenti innovativi delle unità navali e delle infrastrutture di approdo ed ormeggio".*

Nella sostanza, ACTV svolge la propria attività nel settore del trasporto pubblico locale (TPL) nel bacino provinciale di Venezia per conto di AVM s.p.a. per i servizi affidati a quest'ultima *in house providing* dall'Ente di Governo e quindi per il servizio di navigazione lagunare, il servizio di trasporto veicoli con nave traghetto, il servizio automobilistico urbano ed extraurbano e il servizio tramviario negli ambiti dell'area urbana di Venezia e del Veneto centro-meridionale, nonché attraverso i contratti di servizio, affidati in proroga, con il Comune di Venezia per quanto riguarda il servizio navale all'interno della laguna di Venezia, il servizio automobilistico di Mestre dell'isola del Lido di Venezia, con la Provincia di Venezia per il servizio automobilistico extraurbano che collega il Comune di Venezia con il Comune di Chioggia; con il Comune di Spinea e con il Comune di Chioggia per i rispettivi servizi urbani.

oOo

ACTV s.p.a. è società controllata con il 67,02% del capitale sociale e dei diritti di voto in assemblea da Azienda Veneziana della Mobilità - AVM s.p.a., con sede in Venezia, Isola Nova del Tronchetto n. 33, codice fiscale, partita IVA e numero iscrizione al Registro delle Imprese di Venezia 03096680271, numero REA di Venezia VE - 246771.

AVM è controllata al 100% dal Comune di Venezia.

L'organo amministrativo della Società è costituito da un Consiglio di Amministrazione i cui componenti sono:

Luca Scalabrin Presidente

Federica Biondi

Sebastiano Costalonga

Federico Bertoldi

Eliana Cappuzzo

Il Collegio Sindacale è composto da:

Maria Giovanna Ronconi Presidente

Maurizio Zuin

Mirco Crepaldi

La revisione legale è stata affidata alla società Reconta Ernst & Young s.p.a. fino all'approvazione del bilancio di esercizio 2016, mentre ora l'incarico è attribuito a Deolitte & Touche spa.

Il personale assunto alla data del 01/01/2017 era pari a 2.636 unità, così suddiviso:

Dirigenti	5
Quadri	29
Impiegati/ausiliari	264
Personale officine	305
Personale di movimento	2.033
	ooOoo

4) Il contesto normativo

ACTV è stata affidataria dei servizi di trasporto pubblico locale per il bacino veneziano sino al 31 dicembre 2014.

Il settore dei servizi di trasporto pubblico di persone su strada e ferrovia trova la sua *Grundnorm* nel regolamento comunitario (CE) n. 1370/2007, in vigore dal 03/12/2009, che ha inteso mitigare il principio generale della concorrenza economica nell'ambito dello specifico settore del trasporto pubblico, prevedendo un lungo periodo transitorio con scadenza al 31/12/2019 per consentire agli stati membri un adeguamento graduale alla normativa.

Il legislatore italiano, pur con continue proroghe, ha anticipato il termine del predetto regime transitorio al 31/03/2012, data di scadenza di tutti gli affidamenti diretti dei servizi pubblici di trasporto pubblico locale.

Al termine di ulteriori proroghe che hanno garantito ad ACTV di mantenere la gestione del trasporto pubblico locale del bacino veneziano sino a tutto il 2014, il panorama è radicalmente mutato anche a seguito del consolidamento del nuovo assetto organizzativo del Gruppo AVM, intrapreso nel 2012, in cui la società Azienda Veneziana della Mobilità - AVM s.p.a. ha assunto il ruolo di capogruppo, esercitando l'attività di direzione e coordinamento delle società operative controllate: ACTV per l'esercizio dei servizi, VE.LA. s.p.a. per l'attività commerciale e Società del Patrimonio per la Mobilità Veneziana - PMV s.p.a. per l'attività di gestione delle reti.

Con deliberazioni dell'Assemblea del 15/12/2014, l'Ente di Governo del bacino territoriale ottimale e omogeneo di Venezia, per l'esercizio coordinato delle funzioni amministrative in materia di pianificazione, organizzazione, affidamento, vigilanza e controllo sui servizi di trasporto pubblico locale (ente costituito mediante convenzione ai sensi dell'art. 30 del D.Lgs. 267/2000 tra il Comune di Venezia, la Provincia di Venezia e Comune di Chioggia) ha affidato ad AVM la concessione *in house providing* dei servizi di trasporto pubblico locale urbani automobilistici, tranviari e di navigazione lagunare dell'ambito del bacino sino al 31/12/2019 (ad eccezione della quota parte dei servizi da affidarsi a terzi a mezzo di procedura ad evidenza pubblica ai sensi dell'art 4-bis del D.L. n. 78/2009), specificando che la gestione operativa del servizio dovrà essere effettuata a mezzo della controllata ACTV, tramite la sottoscrizione di un contratto di appalto *gross cost* e prorogando ad ACTV, per garantire la continuità degli stessi, la quota parte dei servizi da affidarsi a terzi fino all'aggiudicazione delle relative gare.

ooOoo

5) La documentazione esaminata

I documenti presi in esame sono stati i seguenti:

- visura CCIAA ACTV Spa del 10 aprile 2017;
- delibera n. 7 del 15.12.2014 dell'Ente di Governo del trasporto pubblico locale del bacino territoriale ottimale e omogeneo di Venezia;
- contratto AVM per la prestazione di servizi di trasporto pubblico locale nell'ambito di unità di rete dell'area urbana di Venezia, con validità dal 01.01.2015 sino al 31.12.2019;
- delibera n. 10 del 15.12.2014 dell'Ente di Governo del trasporto pubblico locale del bacino territoriale ottimale e omogeneo di Venezia;
- contratto con AVM s.p.a. per la prestazione di servizi di trasporto pubblico locale extraurbani nell'ambito di unità di rete del Veneto Centro-Meridionale;

- delibera n. 12 del 15.12.2014 dell'Ente di Governo del trasporto pubblico locale del bacino territoriale ottimale e omogeneo di Venezia;
- proroga del contratto di servizio ACTV s.p.a. 2015 dell'Ente di Governo del bacino territoriale ottimale e omogeneo di Venezia del trasporto pubblico locale;
- estratto dal registro delle deliberazioni della giunta comunale di Venezia – seduta del 31.05.2013 Approvazione della relazione per l'affidamento *in house* e proroga temporanea dei termini di affidamento all'attuale gestore ACTV s.p.a.;
- deliberazione della giunta comunale di Chioggia n. 295 in seduta del 24.12.2013 – “Servizi di trasporto pubblico locale di competenza del comune di Chioggia.” Approvazione della relazione per l'affidamento *in house* e proroga temporanea dei termini di affidamento all'attuale gestore ACTV s.p.a.;
- estratto del verbale delle deliberazioni del 30.12.2013 della Giunta Provinciale – “Approvazione dell'aggiornamento della relazione sulla sussistenza dei requisiti previsti dall'ordinamento europeo per la forma di affidamento del servizio di trasporto pubblico (art. 34, comma 20, del D.L. 179/2012, convertito con L. 221-2012)”;
- estratto dal registro delle deliberazioni della giunta comunale di Venezia – seduta del 24.01.2014. Integrazione della relazione art. 34, comma 20, del D.L. 179/2012, convertito con L. 221-2012;
- contratto di servizio della Provincia di Venezia per il trasporto pubblico locale - atti integrativi nn. 01/2015, 01/2016 e 01/2017;
- determina n. 76/2017 del 31.01.2017 del Dirigente dalla Direzione Sviluppo del Territorio e Città Sostenibile del Comune di Venezia con la quale è stata disposta la prosecuzione dei servizi di trasporto locale, automobilistiche e di navigazione lagunare, affidati in proroga ad ACTV, oltre il 31.12.2016;
- piano di razionalizzazione delle società e delle partecipazioni societarie del Comune di Venezia del 31.03.2015;
- revisione del piano di razionalizzazione delle società e delle partecipazioni societarie del Comune di Venezia del 18.12.2015;
- bilancio ACTV s.p.a. degli esercizi 2014, 2015 e 2016;
- relazioni collegio sindacale e società di revisione ai bilanci degli esercizi 2014, 2015 e 2016;
- relazioni sulla gestione approvate con i bilanci degli esercizi 2014, 2015 e 2016;
- lettera del 22.03.2016 del Presidente di AVM s.p.a. indirizzata ai Soci di ACTV s.p.a.;
- lettera del 20.04.2016 del Presidente di AVM s.p.a. indirizzata ai Soci di ACTV s.p.a.;

- lettera del 10.05.2016 del Presidente di AVM s.p.a. indirizzata ai Soci di ACTV s.p.a.;
- fondo rischi legali con lettere avvocati Malena, Rizzo, Zambardi, Conte e Bianchi, Di Pumpo, dott. Desimio, Salvadori, Campa, Tramarollo, Vianello e Menegotto;
- contratto di consolidamento fiscale del 02.05.2016 sottoscritto tra AVM s.p.a e ACTV s.p.a.;
- perizia sulla vita residua delle imbarcazioni ACTV dell'ing. Antonio Ferrari;
- perizia sulla residua vita utile di 39 imbarcazioni di età superiore ai 35 anni dell'ing. Antonio Ferrari;
- libro cespiti al 31.12.2016;
- totale capitalizzazione natanti 2016;
- prospetti fondo manutenzione ciclica natanti al 31.12.2016;
- prospetto manutenzione straordinaria natanti e bus anno 2016;
- indicazione materiale radiato e obsoleto;
- prospetto fondo manutenzioni imbarcazioni e pontoni al 31.12.2016;
- proiezione dei dati economici ai fini dell'elaborazione del *tax planning* discussa nel C.d.A. del 02.05.2016;
- *tax planning* 2016 - 2018 discusso nel C.d.A. del 02.05.2016 e il suo aggiornamento di inizio 2017;
- impegni assunti e garanzie prestate da ACTV;
- Centrale dei Rischi della Banca d'Italia del 29.05.2017;
- stima degli oneri di ripristino del sito di Sant'Elena;
- verbale della riunione del Consiglio di Amministrazione del 30.01.2017;
- verbale della riunione dell'Assemblea Ordinaria del 17.02.2017.

ooOoo

6) I criteri di valutazione

Giova premettere che la valutazione di un'azienda consiste nell'attribuzione di un valore al capitale economico dell'azienda stessa, intendendosi con l'espressione "capitale economico" quell'entità che rappresenta il valore dell'azienda a prescindere da una rappresentazione puramente contabile del suo patrimonio netto di bilancio.

Autorevole dottrina¹ ha giustamente specificato che il valore attribuito alla società deve soddisfare i seguenti requisiti:

- *razionalità: "la valutazione di un'azienda deve derivare da un processo logico chiaro e*

¹ L. GUATRI-M. BINI, "Il nuovo trattato sulla valutazione delle aziende".

convincente, e come tale largamente condivisibile”;

- *dimostrabilità (ovvero obiettività): “deve essere possibile attribuire ai fattori che entrano nella formula grandezze supportate da dati controllabili”;*
- *neutralità: “è necessario escludere scelte meramente soggettive, arbitrarietà immotivate, decisioni non disinteressate e perciò influenzanti senza ragione i risultati delle stime”;*
- *stabilità: “bisogna evitare continue oscillazioni di valore legate a fatti contingenti o a variazioni di prospettive dipendenti più da opinioni che da modifiche oggettive degli scenari”.*

Per valutare una società, nella pratica vengono applicati principalmente i seguenti metodi:

- 1) Metodi patrimoniali,
- 2) Metodi reddituali,
- 3) Metodi misti patrimoniale e reddituale con stima autonoma dell'avviamento,
- 4) Metodi finanziari,
- 5) Metodi empirici.

Per la descrizione delle metodologie elencate, si rinvia ai paragrafi seguenti.

oOo

6.1 Metodi patrimoniali

I metodi patrimoniali si concretizzano nella riespressione, a valori correnti, dei singoli elementi dell'attivo patrimoniale e nell'aggiornamento degli elementi passivi che compongono il capitale.

Si distinguono tra metodo “patrimoniale semplice” e metodo “patrimoniale complesso” a seconda che venga stimato il valore di mercato dei soli beni materiali o anche quello dei fattori produttivi intangibili, non necessariamente iscritti in bilancio ma spesso molto importanti per lo svolgimento delle attività aziendali.

Il valore dell'azienda (W) corrisponde, pertanto, al valore del patrimonio netto rettificato (K) a valori correnti, in base alla seguente formula $W = K$.

Base di calcolo per la stima del valore è il patrimonio netto contabile, con esclusione degli importi per i quali è già stata decisa la distribuzione ai soci.

Il patrimonio viene opportunamente rettificato in base alla verifica delle risultanze contabili degli elementi attivi e passivi, dopo aver stimato il valore corrente degli elementi non monetari, che può rendersi particolarmente significativo per alcune categorie di beni quali le immobilizzazioni tecniche, gli immobili civili, il magazzino, i titoli a reddito fisso e le partecipazioni.

oOo

6.2 Metodi reddituali

Le valutazioni di tipo reddituale si basano sul concetto secondo il quale il valore del capitale economico d'impresa (W) è funzione del reddito (R) che ci si attende l'azienda sia in grado di generare in futuro, secondo una relazione del tipo:

$$W = f(R)$$

Sono d'obbligo alcune precisazioni in merito al tipo di funzione che lega W a R , ed alcune considerazioni relative alla stima dei flussi reddituali prospettici.

- A) La funzione che lega il valore al reddito permette di attualizzare i flussi di ricchezza attesi, applicando un tasso che sia espressivo del rischio implicito nella stima dei valori prospettici, tenuto conto del tipo di attività svolta, del settore o segmento di appartenenza e dell'alea connessa alla sostenibilità del vantaggio competitivo di cui gode l'azienda. La funzione in oggetto si compone diversamente a seconda che l'orizzonte temporale di riferimento sia di durata limitata o di durata indefinita. In quest'ultimo caso, il valore dell'azienda (W) equivale al valore attuale di una rendita perpetua di rata costante (R), calcolata al tasso (i), determinato in base alla seguente formula:

$$W = R / i$$

In particolare, il tasso (i) è dato dalla somma tra il tasso di remunerazione per impieghi in attività prive di rischio (determinato in riferimento a titoli di debito pubblico a lunga scadenza) e un tasso espressivo del rischio di impresa, la cui stima dipende dalla valutazione dei seguenti fattori:

- condizioni generali: congiuntura economica, inflazione, situazione politico-sociale del Paese, ecc.;
 - condizioni settoriali: struttura del mercato di appartenenza, condizioni varie di instabilità del settore, ecc.;
 - condizioni aziendali: solidità patrimoniale, livello e composizione dell'indebitamento, situazione di liquidità con annesse condizioni di pagamento e di incasso, variabilità dei risultati operativi della gestione, parco clienti, ecc..
- B) In merito alla definizione del reddito occorre, innanzitutto, stabilire se i flussi di ricchezza da analizzare siano da intendersi come serie di redditi annuali prospettici piuttosto che come valore medio normale di tali flussi. In base alle caratteristiche dell'azienda valutata, allo stadio di vita in cui essa si trova, nonché a seconda del settore o segmento di appartenenza della stessa, possono essere adottate diverse tecniche di previsione del reddito. I flussi di ricchezza considerati possono, infatti esprimere una

capacità di reddito già dimostrata o potenzialmente raggiungibile sulla base di premesse già esistenti, ovvero una capacità reddituale non ancora dimostrata, seppur ipotizzabile sulla base dei redditi storici. Ne consegue un diverso peso dei risultati pregressi nella determinazione dei flussi reddituali o del reddito medio normale da attualizzare. Da un punto di vista teorico, la valutazione dovrebbe, comunque, fondarsi il più possibile, sulla stima del potenziale di sviluppo aziendale, inteso come capacità di selezionare occasioni positive di crescita e di disporre delle condizioni per realizzarle.

- C) Il reddito, inoltre, va inteso nell'accezione di "reddito normalizzato", cioè rettificato per esprimere la reale capacità dell'azienda di generare ricchezza, sterilizzando gli effetti di eventi straordinari, facendo emergere le componenti di reddito non rilevate contabilmente, eliminando costi e proventi estranei alla gestione caratteristica, neutralizzando le politiche di bilancio (si pensi alle politiche fiscali, agli ammortamenti, al magazzino, ai fondi svalutazione e ai fondi rischi) e capitalizzando il valore dei beni immateriali, al fine di evitare una stima errata dei redditi di ciascun esercizio.

oOo

6.3 Metodi misti patrimoniale e reddituale con stima autonoma dell'avviamento

Per evitare i limiti dei due metodi precedenti che consistono, rispettivamente, nel porre di volta in volta l'accento solo sugli aspetti patrimoniali dell'azienda, ovvero solo su quelli reddituali, gli studiosi hanno elaborato il cosiddetto metodo misto patrimoniale - reddituale.

Questo metodo, elaborato e perfezionato dagli esperti dell'U.E.C. (*Union Europeenne des Experts Comptables et Financiers*), è ormai divenuto di universale adozione.

Sua caratteristica fondamentale è quella di combinare in un valore di sintesi gli elementi patrimoniali costitutivi di un'azienda con la capacità della stessa di generare profitti.

La valutazione viene di norma espressa mediante l'applicazione della seguente formula:

$$W = K + a_n \cdot i (R - i'K)$$

dove:

W = valore dell'azienda,

K = patrimonio netto rettificato, calcolato con le modalità previste dai metodi patrimoniali,

R = reddito medio normale atteso, stimato con le tecniche di previsione di cui si è detto a proposito della normalizzazione,

i = tasso di attualizzazione del sovra o sottoreddito, espressivo del compenso finanziario per il trascorrere del tempo, eventualmente "aggiustato" per scontare gli effetti dell'incertezza correlata alla previsione della capacità reddituale attesa,

i' = tasso di rendimento medio normale atteso dato un certo posizionamento strategico,

$a_n \cdot i$ = espressione sintetica che significa: sommatoria, per n anni, dei flussi attualizzati applicando un coefficiente di sconto pari a i .

In sintesi, la formula suggerita dall'U.E.C. sottende il seguente concetto: il valore di un'azienda è espressione del valore corrente del suo patrimonio e della sua capacità, attraverso la gestione di questo patrimonio, di generare profitti.

Permane, in ogni caso, la difficoltà a scegliere correttamente i tassi i e i' , nonché a precedere il flusso dei redditi futuri R .

Le valutazioni sulle capacità di generare profitti conducono all'attribuzione di un avviamento (*goodwill*) che può, in talune circostanze, anche assumere un segno negativo (*badwill*).

In generale, comunque, la determinazione del valore da attribuire all'avviamento avviene sulla base dell'apprezzamento dei risultati economici attesi dalla gestione futura.

Per questo motivo, talvolta la determinazione del valore dell'avviamento può prescindere dagli algoritmi matematici sopra ricordati, per fondarsi su altri elementi certi, quali la rendita di posizione, la titolarità di concessioni o autorizzazioni amministrative, la titolarità di contratti, che garantiscono la generazione di un flusso di redditi (altro rispetto a quello normale ricavato dalle imprese concorrenti che operano nel medesimo settore) sicuro e determinabile finché perdurano tali circostanze.

oOo

6.4 Metodo finanziario

I metodi finanziari determinano il valore di un'azienda sulla base del valore attuale dei flussi di cassa che si presume che la stessa sia in grado di generare in futuro.

Questi metodi hanno il pregio di evidenziare la capacità dell'azienda di mettere a disposizione degli investitori quei flussi monetari che residuano dopo aver effettuato gli investimenti in capitale circolante e fisso necessari per garantire il perdurare dell'azienda in condizioni di economicità.

Una delle formulazioni più diffuse è la seguente:

$$EV = \sum_{i=1}^n \frac{FC_i}{(1+k)^i} + \frac{TV}{(1+k)^i}$$

Dove:

EV = valore dell'azienda,

FC = flussi di cassa disponibili durante il periodo esplicito di previsione,

TV = valore dei flussi di cassa disponibili dopo il periodo esplicito di previsione,

n = numero di anni per cui si è in grado di stimare i *cash flow* disponibili,

k = costo medio ponderato di tutte le fonti di capitale (*WACC*).

I metodi finanziari hanno dato vita a una vera e propria famiglia di metodi, tutti accomunati dal principio della stima dell'azienda in base alla valutazione dei flussi di cassa attesi attualizzati, a cominciare dalla fondamentale distinzione tra metodi *unlevered* (basati sulla attualizzazione dei flussi disponibili per tutti coloro che apportano risorse finanziarie in azienda) e *levered* (basati sull'attualizzazione dei flussi di cassa disponibili per il solo soggetto economico) e hanno visto lo sviluppo di modelli previsionali anche assai raffinati.

oOo

6.5 Metodi empirici

I metodi empirici vengono solitamente utilizzati per finalità di controllo della valutazione effettuata con uno degli altri metodi elencati in precedenza.

Alcuni autori suggeriscono peraltro di utilizzarli come metodo principale per la stima di società non quotate di piccole e medie dimensioni.

Sono comunque abbastanza utilizzati dagli operatori per la loro semplicità di utilizzo e perché esprimono valori indicativi in quanto derivati direttamente dal mercato.

Tra questi metodi si può ricordare l'approccio delle transazioni comparabili che fonda la stima prendendo come riferimento transazioni effettivamente avvenute aventi per oggetto società simili.

ooOoo

7) Il metodo adottato

La scelta del metodo valutativo rappresenta un momento di rilevante criticità nella fattispecie in esame sia per le caratteristiche estremamente peculiari dell'azienda indirettamente oggetto di stima, sia per la natura dell'incarico che sebbene originato da una libera decisione - non "comandata" da alcuna disposizione normativa - dell'organo

amministrativo di ACTV, non può non attingere alla disciplina e alla dottrina relative alle valutazioni effettuate nell'ambito di incarichi giudiziari per quanto attiene a metodologie e criteri estimativi.

Si deve anzitutto considerare che la società oggetto di valutazione è attiva nel settore del trasporto pubblico locale.

Si tratta a tutta evidenza di un mercato assai particolare in cui le forze della libera concorrenza sono compresse da un forte dirigismo statale (come riconosciuto espressamente anche dal regolamento comunitario (CE) n. 1370/2007, *cf.* il quinto considerando), chiamato a supplire e a integrare l'azione degli operatori economici che lasciata a se stessa produrrebbe dei risultati non soddisfacenti sul piano sociale e su quello dell'efficacia e dell'efficienza dell'organizzazione dei trasporti delle persone.

Questa circostanza trova rispondenza nel conto economico di ACTV (e delle altre aziende operanti nel settore) nel quale una parte considerevole dei ricavi è originata (direttamente o indirettamente) dal contributo degli enti pubblici territoriali a cui compete l'organizzazione del trasporto pubblico locale nel territorio di riferimento, di modo che l'equilibrio economico e finanziario aziendale sono al fine consegnati alle decisioni di un soggetto terzo.

Di ciò si è avuta di recente evidenza solare con il taglio dei contributi effettuato dalla Regione del Veneto a partire dall'anno 2011 che hanno comportato in capo ad ACTV risultati di esercizio marcatamente negativi negli anni 2012 e 2013.

Questa situazione rende estremamente incerta e vulnerabile una valutazione di azienda fondata sulla stima del valore attualizzato di flussi attesi, sia che si abbia riguardo ai flussi di reddito sia che si privilegi l'osservazione dei flussi finanziari.

Per altro verso, si ritiene di escludere l'utilizzazione dei metodi empirici in quanto non sufficientemente supportati dalla dottrina. Inoltre risulta praticamente impossibile trovare transazioni effettivamente avvenute aventi a oggetto aziende paragonabili ad ACTV.

Le considerazioni che precedono inducono a guardare ai metodi patrimoniali scegliendo, tra questi, quelli che valorizzano il patrimonio in ottica di continuità aziendale, valorizzando quindi tutti gli *assets* aziendali compresi quelli intangibili o che non trovano espressione nel sistema contabile.

Questa scelta è determinata dalla relativa stabilità a breve del comparto del trasporto pubblico locale veneziano ma soprattutto dalla considerazione che anche qualora per ACTV dovesse venir meno l'affidamento indiretto e diretto del servizio di TPL, le sue

attrezzature specifiche sarebbero quasi certamente rilevate dal nuovo affidatario mentre quelle non specifiche potrebbero trovare collocazione a valori di mercato.

ooOoo

8) Il capitale economico di ACTV s.p.a. al 31.12.2016

Preliminarmente va osservato che l'organizzazione amministrativa e contabile di ACTV risulta adeguata alla dimensione e alla complessità dell'attività dalla stessa esercitata.

La struttura degli uffici amministrativi, la professionalità del personale che li compongono, le procedure adottate, l'attività di controllo posta in essere dalla società di revisione, dal collegio sindacale e dall'organismo di vigilanza, assicurano al sistema di rilevazione contabile la capacità di fornire una rappresentazione veritiera e corretta della situazione economico patrimoniale della società.

I dati contabili si sono quindi rivelati sufficientemente attendibili perché potessero essere utilizzati nell'assolvimento dell'incarico dello scrivente.

Lo scrivente esperto estimatore, anche coerentemente con la natura dell'incarico che non prevedeva la revisione contabile o l'accertamento della veridicità dei dati aziendali, ha potuto quindi limitarsi a una ricognizione delle poste numerarie per concentrarsi su quelle oggetto di stime.

In ogni caso, tutte le principali poste sono state oggetto di analisi e confronto con la struttura amministrativa della.

In appresso si riportano i valori di attività e passività degli ultimi tre bilanci:

STATO PATRIMONIALE

ATTIVO

	ESERCIZIO 2016	ESERCIZIO 2015	ESERCIZIO 2014
A) CREDITI VERSO SOCI			
- Per versamenti ancora dovuti			
B) IMMOBILIZZAZIONI			
I - IMMOBILIZZAZIONI IMMATERIALI			
1 costi di impianto ed ampliamento	46.980		
2 costi di ricerca, sviluppo, pubblicità			
3 brevetti e diritti utilizzo opere dell'ingegno			
4 concessioni licenze marchi	1.633.833	1.299.144	1.169.986
5 avviamento			
6 immobilizzazioni in corso e acconti	73.585	73.585	32.550
7 altre	372.013	403.270	566.303

Totale	2.126.411	1.775.999	1.768.839
II - IMMOBILIZZAZIONI MATERIALI			
1 terreni e fabbricati	46.440.368	47.076.846	47.887.504
2 impianti e macchinari	5.417.576	5.042.951	3.978.181
3 attrezzature industriali e commerciali	73.955.910	73.842.179	71.967.416
4 altri beni	6.183.428	7.070.833	7.426.180
5 Immobilizzazioni in corso e acconti	32.995.577	26.453.657	17.016.535
Totale	164.992.859	159.486.466	148.275.816
III - IMMOBILIZZAZIONI FINANZIARIE			
1 partecipazioni:			
a) imprese controllate			
b) imprese collegate	16.325.280		
c) imprese controllanti			
d) altre imprese	116.00	3.431.986	765.787
2 crediti:			
a) verso imprese controllate			
b) verso imprese collegate	4.674.626		
c) verso controllanti			
d) verso altri			
- verso altre imprese		4.674.626	
3 altri titoli			
4 azioni proprie			
5 acconti costituende società			
Totale	21.115.915	8.106.612	765.787
TOTALE IMMOBILIZZAZIONI (B)	188.235.185	169.369.077	150.810.442

C) ATTIVO CIRCOLANTE

I - RIMANENZE			
1 materie prime, sussidiarie, di consumo	10.606.592	10.655.850	10.807.469
2 prodotti in corso di lavorazione e semilavorati			
3 lavori in corso su ordinazione			
4 prodotti finiti e merci			602.923
5 acconti	422.279	304.706	389.805
Totale	11.028.871	10.960.556	11.800.197
II - CREDITI			
1 verso clienti	3.235.239	2.874.552	3.241.599
2 verso imprese controllate			
3 verso imprese collegate	922.442	569.704	264.490
4 verso controllanti	28.141.520	24.831.317	22.642.414
- entro 12 mesi	28.139.013	24.816.205	22.614.894
- oltre 12 mesi	2.507	15.112	27.520
5 verso imprese sottoposte al controllo delle controllanti	14.308.977	20.073.686	
5 bis crediti tributari	7.258.691	4.250.262	4.830.883
- entro 12 mesi	5.436.503	2.428.074	2.906.524
- oltre 12 mesi	1.822.188	1.822.188	1.924.359
5 ter Imposte anticipate	1.909.234	960.120	530.503
- entro 12 mesi	1.284.486	493.713	98.397
- oltre 12 mesi	627.748	466.407	432.106
5 quater verso altri	15.118.383	15.338.329	40.666.414
- entro 12 mesi	15.050.026	15.265.546	35.915.960
- oltre 12 mesi	68.357	72.783	4.750.454
Totale	70.894.486	68.897.970	72.176.303

III - ATTIVITA' FINANZIARIE			
1 partecipazioni in controllate			
2 partecipazioni in collegate			
3 partecipazioni in imprese controllanti			
4 altre partecipazioni	650.746	650.746	3.316.945
5 azioni proprie			
6 altri titoli			
Totale	650.746	650.746	3.316.945
IV - DISPONIBILITA' LIQUIDE			
1 depositi bancari e postali	448.165	531.208	1.426.626
2 assegni			56
3 denaro e valori in cassa	37.096	40.046	39.998
Totale	485.261	571.254	1.466.680
TOTALE ATTIVO CIRCOLANTE (C)	83.059.364	81.080.526	88.760.125

D) RATEI E RISCONTI

Ratei e risconti attivi	2.974.760	913.174	4.824.748
Totale	2.974.760	913.174	4.824.748

TOTALE ATTIVO	274.269.309	251.362.777	244.395.315
----------------------	--------------------	--------------------	--------------------

PASSIVO

A) PATRIMONIO NETTO

I - CAPITALE	24.725.272	18.624.996	18.624.996
II - RISERVA SOPRAPPREZZO AZIONI	23.312.362	16.403.335	16.403.335
III - RISERVE DI RIVALUTAZIONE	14.240.834	14.240.834	14.240.834
IV - RISERVA LEGALE	1.338.127	361.825	361.825
V - RISERVA PER AZIONI PROPRIE			
VI - RISERVE STATUARIE			
VII - ALTRE RISERVE			
Riserva straordinaria o facoltativa	428.037	428.034	428.037
Riserva avanzo di fusione	9.378	9.378	9.378
Varie altre riserve	7.305.040	7.305.040	7.305.043
Totale altre riserve	7.742.455	7.742.452	7.742.458
VIII - UTILI (PERDITE) A NUOVO	-21.064.129	-21.064.129	-21.803.784
IX - UTILE (PERDITA) DELL'ESERCIZIO	1.048.394	976.302	739.654
Totale	51.343.315	37.285.615	36.309.318

B) FONDI PER RISCHI E ONERI

1 per trattamenti di quiescenza e simili			
2 per imposte, anche differite	6.777.676	7.080.413	7.434.781
3 altri	32.713.474	30.489.264	25.108.054
Totale	39.491.150	37.569.677	32.542.835

C) TRATTAMENTO DI FINE RAPPORTO

	21.801.465	25.866.661	28.745.058
--	-------------------	-------------------	-------------------

D) DEBITI

1 obbligazioni			
2 obbligazioni convertibili			
3 verso soci per finanziamenti			
4 verso banche:	64.761.035	86.849.027	69.124.548

- entro 12 mesi	38.363.291	58.676.862	39.239.468
- oltre 12 mesi	26.397.744	28.172.165	29.885.080
5 verso altri finanziatori			
6 acconti	2.981	4.200	5.077
7 verso fornitori	17.000.449	20.535.105	16.091.982
8 titoli di credito			
9 verso controllate			
10 verso collegate	603.400	260.625	1.169.936
11 verso controllanti	36.740.690	272.552	6.698.554
11 bis verso imprese sottoposte al controllo delle controllanti	1.493.280	2.053.482	
12 tributari	3.374.849	3.309.683	3.458.378
13 verso Istituti di previdenza e sicurezza sociale	4.985.413	5.363.860	5.520.691
14 verso altri	6.738.717	6.535.037	12.932.496
Totale	135.700.814	125.183.571	115.001.662

E) RATEI E RISCONTI

ratei e risconti passivi	25.932.565	25.457.251	31.796.442
Totale	25.932.565	25.457.251	31.796.442

TOTALE PASSIVO	274.269.309	251.362.777	244.395.315
-----------------------	--------------------	--------------------	--------------------

oOo

A conclusione del lavoro di analisi effettuato ritengo di poter confermare il valore del patrimonio netto contabile al 31.12.2016, con le precisazioni contenute nelle considerazioni che seguono.

a) La voce "Altre immobilizzazioni immateriali" comprende anche le spese sostenute dalla società per lavori e migliorie sull'immobile utilizzato come deposito automobilistico al Lido di Venezia.

Tale immobile è di proprietà del demanio, concesso in uso ad ACTV con concessione scaduta il 31.12.2009.

Tale circostanza, che porterebbe a escludere il mantenimento del valore nell'ambito del presente processo valutativo, deve però essere considerata in un'ottica più generale che consideri l'assenza di procedure tese all'ottenimento del rilascio dell'immobile, il pagamento da parte di ACTV dei canoni di concessione liquidati dal Demanio e più in generale *id quod plerumque accidit* nei casi di concessione demaniale scaduta si è portati a ritenere che ACTV avrà il tempo per recuperare il valore dell'investimento effettuato.

b) L'allungamento a 35 anni della vita utile della flotta navale utilizzata per lo svolgimento del servizio di linea, effettuato nel corso dell'esercizio 2014 sulla base di specifiche perizie rilasciate da tecnici del settore, appare ormai metabolizzato e trova riscontro negli accadimenti successivi, per cui non si ritiene di dover effettuare alcuna variazione.

c) È stato iscritto un fondo al passivo in cui è stato effettuato un accantonamento di circa euro 8.650.000 per ripristino del sito di Sant'Elena a Venezia, area che dovrà essere

restituita quando verrà trasferito il cantiere navale presso la nuova struttura nell'Isola Nova del Tronchetto.

L'accantonamento appare congruo e pertanto non si ritiene di dover effettuare alcuna variazione.

d) La società ha iscritto imposte anticipate di competenza 2016 per euro 949.114, portando la posta attiva iscritta nell'attivo circolante a euro 1.909.234.

Tale voce non tiene però conto delle imposte anticipate latenti conseguenti alla presenza di numerose poste, di importi anche ingenti, iscritte nel bilancio di ACTV.

Il contratto di consolidamento fiscale con AVM s.p.a., sottoscritto in data 02.05.2016, obbliga AVM ad acquisire negli anni a venire le perdite fiscali di ACTV e a remunerarle a un prezzo corrispondente all'aliquota fiscale di anno in anno vigente, per cui le imposte latenti acquisiscono carattere di certezza e possono essere valorizzate come *asset* di ACTV. Tale situazione è stata esaminata dall'assemblea dei soci di ACTV in data 17 febbraio 2017 che oltre al budget per l'anno 2017 ha esaminato il piano industriale per gli anni 2018 e 2019.

Si ritiene quindi di apportare una variazione incrementativa di euro 2.050.871 che tiene conto unicamente dell'importo previsto in maturazione nel prossimo esercizio e considerata l'attualizzazione al momento in cui lo stesso diverrà necessariamente esigibile.

La variazione è circoscritta alle imposte anticipate previste nel piano industriale per l'anno 2018 sia per la prossima scadenza del contratto di consolidamento, sia per l'orizzonte estremamente lungo al termine del quale maturerà l'obbligo per AVM di liquidare l'indennizzo in favore di ACTV.

e) Tra le poste attive iscritte a bilancio figura la partecipazione nel capitale sociale di PMV spa, valorizzata 16.325.280. Il valore economico di PMV è stato oggetto di stima da parte di un esperto, dott. Massimo Lanfranchi, il quale ha apportato una rettifica in diminuzione del patrimonio netto della società di euro 3.185.822, fissando il valore complessivo di PMV pari a euro 37.319.143.

Lo scrivente perito, ritiene di accogliere tale valutazione e pertanto si effettua una rettifica in diminuzione del valore economico di ACTV di euro 610.189, corrispondenti alla quota di pertinenza della partecipazione posseduta.

oOo

In conclusione, quindi, il patrimonio netto risultante dal bilancio di ACTV al 31.12.2016, pari a euro 51.343.315 va incrementato di euro 2.050.871 pari alle imposte anticipate

latenti che troveranno manifestazione nei prossimi esercizi e decrementato di euro 610.189 pari alla rettifica del valore della società partecipata PMV Spa.

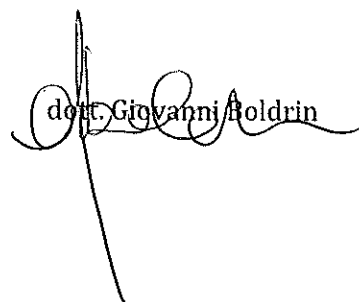
ooOoo

9) Conclusioni

Il valore di ACTV s.p.a. al 31.12.2016 è pari a mio giudizio a euro 52.783.997.

Conseguentemente, ognuna delle 950.972 azioni di ACTV ha un valore di euro 55,51.

Venezia, 19 giugno 2017


dott. Giovanni Boldrin

