

## RELAZIONE DELLA SOCIETÀ DI REVISIONE AI SENSI DEGLI ARTT. 2506-TER e 2501-SEXIES DEL CODICE CIVILE

All'Azionista Unico di  
**AZIENDA VENEZIANA DELLA MOBILITA' S.p.A.**

Agli Azionisti di  
**ACTV S.p.A.**

Agli Azionisti di  
**SOCIETÀ DEL PATRIMONIO PER LA MOBILITÀ VENEZIANA S.p.A.**

### 1. MOTIVO ED OGGETTO DELL'INCARICO

Abbiamo ricevuto dal Tribunale di Venezia, con provvedimento del 31 maggio 2017 depositato in medesima data, l'incarico di redigere, quale esperto comune per le società Azienda Veneziana della Mobilità S.p.A. (di seguito "**AVM**"), ACTV S.p.A. (di seguito "**ACTV**" e, insieme a AVM, le "**Società Beneficiarie**") e Società del Patrimonio per la Mobilità Veneziana S.p.A. (di seguito "**PMV**" o la "**Società Scindenda**", congiuntamente alle Società Beneficarie le "**Società**"), ai sensi degli articoli 2506-ter e 2501-sexies del Codice Civile, la relazione sulla congruità del rapporto di cambio fra le azioni di ACTV e le azioni di PMV, nell'ambito della scissione totale non proporzionale di PMV in favore di ACTV e AVM (di seguito la "**Scissione**"), più ampiamente descritta al successivo paragrafo 2.

A tale fine, abbiamo ricevuto da AVM, ACTV e da PVM il progetto di Scissione redatto ai sensi dell'art. 2506-bis del Codice Civile (di seguito il "**Progetto di Scissione**"), approvato dai rispettivi Organi Amministrativi in data 29 giugno 2017, corredato delle apposite relazioni degli Amministratori di AVM, ACTV e di PMV (di seguito, rispettivamente, le "**Relazioni**" e gli "**Amministratori**") che illustrano e giustificano il Progetto di Scissione medesimo e, in particolare, il rapporto di cambio fra le azioni di ACTV e di PMV, ai sensi degli articoli 2506-ter e 2501-quinquies del Codice Civile. Inoltre, abbiamo ricevuto dagli Amministratori i bilanci d'esercizio al 31 dicembre 2016 delle Società, approvati dalle rispettive assemblee degli azionisti tenutesi in data 24 maggio 2017, che costituiscono le situazioni patrimoniali di riferimento per la Scissione ai sensi e per gli effetti di cui al comma 1 dell'art. 2506-ter ed al comma 2 dell'art. 2501-quater del Codice Civile.

Il Progetto di Scissione, che prevede un rapporto di cambio di n. 5 azioni ordinarie ACTV di nuova emissione ogni n. 4 azioni ordinarie di PMV (di seguito il "**Rapporto di Cambio**"), sarà sottoposto all'approvazione delle Assemblee Straordinarie degli Azionisti di AVM, ACTV e PMV che verranno convocate al fine di assumere le deliberazioni di cui agli articoli 2506-ter e 2502 del Codice Civile.

La Scissione si inquadra nell'ambito del Piano di Razionalizzazione delle Società e delle Partecipazioni Societarie del Comune di Venezia, ai sensi dell'art.1 commi 611 e seguenti della legge 190/2014, come revisionato e approvato dal Comune di Venezia con Deliberazione del Consiglio Comunale n. 137 del 18 dicembre 2015 (di seguito "**Piano di Razionalizzazione**").

Il Piano di Razionalizzazione prevede una riorganizzazione del Gruppo Mobilità (composto da AVM, ACTV, PMV e Ve.La S.p.A., di seguito anche "**Gruppo AVM**") attraverso un intervento di semplificazione di PMV, mantenendo distinte le società AVM e ACTV.

La prima fase prevista dal Piano di Razionalizzazione, consistente nella semplificazione dell'assetto azionario di PMV, si è attuata nel 2016 con l'operazione di aumento di capitale di ACTV mediante conferimento di azioni di PMV. All'aumento di capitale di ACTV, oltre ad AVM, hanno aderito la Città Metropolitana di Venezia, il Comune di Chioggia e la maggior parte dei Comuni soci, che pertanto sono usciti dalla compagine di PMV, rafforzando la loro quota in ACTV. All'operazione non hanno aderito 9 Comuni (di seguito "**Soci di Minoranza**") che attualmente sono ancora soci di PMV, congiuntamente ai soci principali AVM e ACTV.

Dopo il conferimento il Piano di Razionalizzazione prevede la suddivisione degli *asset* patrimoniali e dei debiti di PMV tra i due soci AVM e ACTV, mediante un'operazione di scissione totale non proporzionale, attribuendo: (i) ad AVM il ramo d'azienda infrastrutture (Tram e pontili) con il relativo indebitamento (di seguito "**Ramo d'Azienda Infrastrutture**"), (ii) ad ACTV i residui *asset* di PMV tra i quali la sede, i depositi, etc. (di seguito "**Ramo d'Azienda Residuo**", congiuntamente al Ramo d'Azienda Infrastrutture i "**Rami**")

## 2. SINTESI DELL'OPERAZIONE

L'operazione ha per oggetto la Scissione totale non proporzionale di PMV in favore di ACTV e AVM. La Scissione proposta è di tipo totale e non proporzionale, in quanto non prevede l'assegnazione a tutti i soci della Società Scindenda di azioni in tutte le Società Beneficarie in misura proporzionale alla loro attuale partecipazione nella Società Scindenda.

In particolare, si ricorda che PMV è una società del Gruppo Mobilità ed è proprietaria delle infrastrutture dedicate al Trasporto Pubblico Locale (di seguito "**TPL**") del Veneziano, tra cui in particolare quella della rete tramviaria di Venezia e del sistema dei pontili del TPL, nonché proprietaria dei depositi adibiti al ricovero degli autobus destinati al servizio TPL.

Il Piano di Razionalizzazione già citato al precedente paragrafo 1. prevede una seconda fase consistente nella suddivisione degli *asset* patrimoniali e dei debiti di PMV tra i suoi due soci AVM e ACTV, mediante l'operazione di Scissione totale non proporzionale, attribuendo:

- ad AVM il Ramo Aziendale Infrastrutture (Tram e pontili) con il relativo indebitamento;
- ad ACTV il Ramo Aziendale Residuo comprendente tutti i residui *asset* di PMV tra i quali sede e depositi.

Pertanto, con il perfezionamento della Scissione:

- AVM concentrerà in sé tutti gli *asset* infrastrutturali del TPL e della mobilità (reti del tram e dei pontili per la navigazione, autorimesse comunali, *people mover*);
- ACTV acquisirà i depositi dei mezzi dedicati all'esercizio operativo del TPL.

Più precisamente:

- a fronte dell'assegnazione del Ramo Aziendale Infrastrutture ad AVM: i) non è prevista alcuna assegnazione di nuove azioni della Società Beneficaria AVM a favore degli altri soci di PMV; ii) è previsto l'annullamento di n. 300.916 azioni ordinarie detenute da AVM nella Scindenda;
- a fronte dell'assegnazione del Ramo Aziendale Residuo ad ACTV: i) è prevista l'assegnazione di nuove azioni della Società Beneficaria ACTV a favore dei Soci di Minoranza; ii) è previsto l'annullamento di n. 226.546 azioni ordinarie detenute da ACTV nella Scindenda (nonché delle

ulteriori azioni ordinarie di PMV che ACTV dovrà acquistare in caso di esercizio da parte dei soci PMV del diritto di vendita ex art. 2506-*bis* comma 4 del Codice Civile come indicato nel Progetto di Scissione).

La Scissione prevede un criterio di distribuzione delle azioni non proporzionale e l'assegnazione dell'intero patrimonio della Società Scindenda atta ad assicurare che il valore economico delle partecipazioni attualmente detenute dai soci in PMV corrisponda:

- per AVM al valore economico del Ramo Aziendale Infrastrutture che riceverà a seguito della Scissione;
- per i Soci di Minoranza al valore economico dell'aumento di capitale di ACTV che sarà a loro riservato in conseguenza della Scissione;
- per ACTV al valore economico del Ramo Aziendale Residuo che riceverà a seguito della Scissione, comprensivo del valore economico delle azioni di nuova emissione che ACTV dovrà assegnare ai Soci di Minoranza.

Da quanto sopra indicato ne deriva che per effetto della Scissione non si genera alcun rapporto di cambio nei confronti dei soci AVM e ACTV, mentre è necessario determinare il Rapporto di Cambio tra le azioni di PMV possedute dai Soci di Minoranza e le azioni di nuova emissione della beneficiaria ACTV da attribuire ai medesimi Soci di Minoranza.

In data 29 giugno 2017 gli Amministratori delle Società hanno approvato il Progetto di Scissione e predisposto le rispettive Relazioni che propongono un Rapporto di Cambio di: n. 4 azioni ordinarie PMV per ogni n. 5 azioni ACTV di nuova emissione.

Si rileva infine che, poiché la Scissione prevede un'attribuzione delle partecipazioni ai soci di PMV non proporzionale alla loro quota di partecipazione originaria, ai sensi del 4 comma dell'art. 2506-*bis* del Codice Civile, è riservato ai soci di PMV che non approvino la Scissione il diritto di cedere le azioni della Società Scindenda di loro proprietà alla Società Beneficiaria ACTV e il correlato obbligo di quest'ultima ad acquistarle per un corrispettivo determinato con i criteri previsti per il recesso. A tal fine l'Amministratore Unico di PMV provvederà, in continuità con i criteri di valutazione adottati per la determinazione del Rapporto di Cambio, a determinare il prezzo per l'acquisto delle azioni di PMV che ACTV dovrà corrispondere ai soci di PMV a fronte dell'eventuale esercizio del diritto di vendita di cui all'art. 2506-*bis* 4 comma del Codice Civile. L'Amministratore Unico di PMV provvederà, inoltre, a inviare ai soci della Società Scindenda la comunicazione del prezzo per l'acquisto delle azioni di PMV nei 15 giorni precedenti alla data fissata per l'assemblea straordinaria di PMV, che dovrà deliberare in merito alla Scissione, previo ottenimento del parere del collegio sindacale e del soggetto incaricato alla revisione legale dei conti di PMV in conformità a quanto previsto dall'art. 2437-*ter* del Codice Civile.

### **3. NATURA E PORTATA DELLA PRESENTE RELAZIONE**

Al fine di fornire agli azionisti di AVM, ACTV e di PMV idonee informazioni sul Rapporto di Cambio la presente relazione indica i metodi seguiti dagli Amministratori per la determinazione dello stesso, i valori risultanti dall'applicazione di tali metodi e le difficoltà di valutazione incontrate dagli Amministratori stessi; essa contiene inoltre le nostre considerazioni sull'adeguatezza nelle circostanze di tali metodi, sotto il profilo della loro ragionevolezza e non arbitrarietà, nonché sulla loro corretta applicazione.

Nell'esaminare i metodi di valutazione adottati dagli Amministratori non abbiamo effettuato una valutazione economica di ACTV e PMV.

Al fine della determinazione del Rapporto di Cambio gli Amministratori di ACTV e PMV hanno ritenuto opportuno eseguire il processo valutativo delle due società avvalendosi dell'assistenza di due

professionisti esterni. Nella fattispecie gli Amministratori di ACTV e PMV hanno dato rispettivamente mandato ai periti Dott. Giovanni Boldrin e Dott. Massimo Lanfranchi (di seguito anche i "**Periti**") al fine di stimare il valore attribuito a ACTV, PMV nonché ai Rami della Scindenda.

Rispettivamente in data 16 giugno 2017 e in data 19 giugno 2017, il Dott. Massimo Lanfranchi ed il Dott. Giovanni Boldrin hanno emesso le relazioni di valutazione di PMV e ACTV, in cui sono riepilogate le analisi e le conclusioni raggiunte dai Periti.

Con riferimento alle suddette relazioni gli Amministratori, dopo un approfondito esame, hanno ritenuto di:

- confermare la validità dei metodi adottati dai Periti;
- assumere come proprie le scelte effettuate dai Periti;
- fare propri i risultati derivanti dall'applicazione dei metodi di valutazione adottati dai Periti.

#### **4. DOCUMENTAZIONE UTILIZZATA**

Nello svolgimento del nostro lavoro abbiamo ottenuto direttamente da AVM, ACTV e PMV i documenti e le informazioni ritenuti utili nella fattispecie.

Più in particolare abbiamo acquisito ed analizzato la documentazione e le informazioni di seguito riportate:

- Progetto di Scissione redatto dagli Amministratori delle Società coinvolte nella Scissione ai sensi dell'art. 2506-*bis* del Codice Civile e approvato dagli Amministratori in data 29 giugno 2017, che propone, il seguente Rapporto di Cambio:
  - n. 4 azioni ordinarie di PMV per ogni n. 5 azioni ordinarie ACTV di nuova emissione;
- relazione illustrativa dell'Amministratore Unico di AVM datata 29 giugno 2017, redatta ai sensi degli articoli 2501-*quinquies* e 2506-*ter* del Codice Civile, indirizzata all'Assemblea Straordinaria;
- relazione illustrativa del Consiglio di Amministrazione di ACTV datata 29 giugno 2017, redatta ai sensi degli articoli 2501-*quinquies* e 2506-*ter* del Codice Civile, indirizzata all'Assemblea Straordinaria;
- relazione illustrativa dell'Amministratore Unico di PMV datata 29 giugno 2017, redatta ai sensi degli articoli 2501-*quinquies* e 2506-*ter* del Codice Civile, indirizzata all'Assemblea Straordinaria;
- bilancio d'esercizio di AVM redatto in base ai principi contabili nazionali relativo all'esercizio chiuso al 31 dicembre 2016 e relativa relazione di revisione emessa da EY S.p.A. in data 19 maggio 2017;
- bilancio d'esercizio di ACTV redatto in base ai principi contabili nazionali relativo all'esercizio chiuso al 31 dicembre 2016 e relativa relazione di revisione emessa da EY S.p.A. in data 9 maggio 2017;
- bilancio d'esercizio di PMV redatto in base ai principi contabili nazionali relativo all'esercizio chiuso al 31 dicembre 2016 e relativa relazione di revisione emessa da EY S.p.A. in data 9 maggio 2017;
- situazione patrimoniale al 31 dicembre 2016 dei Rami di PMV predisposta dall'Amministratore Unico;

- perizia di stima del valore economico di Società del Patrimonio per la Mobilità Veneziana S.p.A., datata 16 giugno 2017, predisposta dal Dott. Massimo Lanfranchi su incarico dell'Amministratore Unico di PMV a supporto della valutazione della Società Scindenda ;
- perizia di stima del valore economico di di ACTV S.p.A., datata 19 giugno 2017, predisposta dal Dott. Giovanni Boldrin su incarico del Consiglio di Amministrazione di ACTV a supporto della valutazione di ACTV;
- provvedimento di nomina dell'esperto comune ai sensi dell'art. 2501 *sexies* del Codice Civile, emesso dal Tribunale di Venezia in data 31 maggio 2017 e depositato in medesima data;
- statuti vigenti delle Società coinvolte nell'operazione di Scissione;
- dettagli di calcolo, dati ed informazioni ottenuti dagli Amministratori e da questi utilizzati per, o a supporto di, la determinazione del Rapporto di Cambio;
- ogni ulteriore documentazione contabile, extracontabile e di tipo statistico ritenuta necessaria nell'espletamento del nostro incarico.

Abbiamo altresì ottenuto attestazione da parte degli Amministratori che, per quanto a loro conoscenza, alla data della presente relazione non sono intervenute modifiche significative ai dati ed alle informazioni presi in considerazione nello svolgimento delle nostre analisi.

## **5. METODI DI VALUTAZIONE ADOTTATI DAGLI AMMINISTRATORI PER LA DETERMINAZIONE DEL RAPPORTO DI CAMBIO**

### **5.1 Considerazioni metodologiche**

Gli Amministratori hanno ritenuto appropriato individuare un metodo di valutazione che, oltre ad avere consolidate basi dottrinali e applicative, consenta di valutare in maniera omogenea le Società.

Secondo la normale prassi valutativa, il presupposto fondamentale per l'ottenimento di valori significativi e comparabili ai fini di operazioni di scissione è infatti l'omogeneità e la confrontabilità dei metodi applicati, compatibilmente con le caratteristiche delle società oggetto di valutazione.

Pertanto, le valutazioni sono state effettuate dagli Amministratori, facendo proprie le indicazioni dei rispettivi Periti, con l'ottica di esprimere una stima comparativa dei valori delle Società e coniugando, nelle rispettive valutazioni, l'omogeneità e comparabilità del metodo adottato con la determinazione del valore assoluto delle società considerate singolarmente, stante l'obiettivo di ripartire il patrimonio della Società Scindenda tra le Società Beneficitarie. In particolare, il metodo di valutazione adottato dagli Amministratori ed i valori conseguenti all'applicazione dello stesso sono stati individuati al solo scopo di indicare un Rapporto di Cambio ritenuto congruo ai fini della Scissione ed in nessun caso le valutazioni espresse dagli Amministratori sono da considerarsi quali possibili indicazioni di prezzo di mercato o di valore, attuale o prospettico, in un contesto diverso da quello in esame.

Nella fattispecie gli Amministratori hanno fatto proprie le stime predisposte dai Periti che hanno individuato un solo metodo di valutazione per la stima dei valori di ACTV e di PMV, nonché dei Rami della Scindenda, con riguardo alle caratteristiche distintive delle società stesse, della tipologia di operatività e dei mercati di riferimento in cui le stesse operano.

Le valutazioni degli Amministratori sono state condotte in ottica *stand alone* e in ipotesi di continuità gestionale.

Il criterio di valutazione scelto e adottato da entrambi i Periti è quello patrimoniale semplice che si fonda sostanzialmente sulla determinazione del valore corrente degli elementi patrimoniali attivi e passivi costituenti le aziende oggetto di valutazione.

In particolare gli Amministratori ritengono, convenendo con quanto indicato nelle relazioni dei Periti, che il metodo patrimoniale semplice sia il più appropriato e in sostanza l'unico applicabile per la valutazione sia di ACTV che di PMV. La specificità e la stringente normativa che contraddistinguono il settore del TPL con la sostanziale mancanza di logiche di mercato e profitto in cui le due società operano (ACTV per l'esercizio operativo dei servizi di TPL per conto di AVM, PMV per l'attività di gestione delle infrastrutture e reti del trasporto pubblico locale), le peculiarità di beni strumentali, nonché le convenzioni e i contratti in essere tra l'Ente di Governo che regola il TPL nel bacino veneziano, AVM, ACTV e PMV, questi ultimi tesi a garantire soprattutto l'efficacia del servizio di trasporto pubblico in sostanziale equilibrio economico, porta, secondo gli Amministratori, ad escludere l'utilizzo di altri metodi di valutazione disponibili in dottrina. Nello specifico, stante la tipologia dei servizi offerti e la natura dei soggetti eroganti, il cui obiettivo non è la massimizzazione del ritorno economico quanto piuttosto la prestazione di un servizio che soddisfi le esigenze degli utenti in termini di efficacia ed efficienza, gli Amministratori evidenziano che i metodi finanziari e reddituali, così come quelli di mercato, non sono idonei a cogliere le peculiarità delle società in esame.

Di seguito, per una maggiore informativa dei destinatari della presente relazione, si fornisce una descrizione teorica della metodologia adottata dagli Amministratori per la stima del valore di ACTV e PMV, nonché dei Rami della Scindenda.

## **5.2 Descrizione del metodo patrimoniale semplice**

Secondo il metodo patrimoniale semplice il valore di un'azienda è determinato dalla consistenza effettiva del capitale netto aziendale come somma dei singoli elementi che lo compongono, sostituendo i valori correnti delle singole attività e passività ai rispettivi valori contabili.

Il valore del capitale economico dell'azienda è il risultato di una valutazione, al valore corrente e in ipotesi di continuità di gestione, di tutte le attività debitamente diminuite di tutte le passività.

Tale valutazione si articola generalmente nelle seguenti fasi:

- identificazione del patrimonio netto contabile;
- rilevazione delle eventuali differenze tra il valore corrente e il valore contabile delle attività e delle passività;
- eventuale calcolo della fiscalità figurativa sulle differenze.

## **5.3 Applicazione del metodo di valutazione**

Al fine della determinazione del Rapporto di Cambio gli Amministratori hanno adottato il metodo patrimoniale semplice.

### 5.3.1 ACTV

Il metodo patrimoniale semplice è stato applicato con riferimento al 31 dicembre 2016. In particolare il valore di ACTV è stato determinato sulla base della situazione patrimoniale riveniente dal bilancio d'esercizio al 31 dicembre 2016 della Società Beneficiaria predisposto in base ai principi contabili nazionali. Il patrimonio netto contabile al 31 dicembre 2016 di ACTV è stato rettificato (i) in aumento per le imposte anticipate latenti che troveranno manifestazione nei prossimi esercizi, (ii) in diminuzione per l'allineamento al valore economico della partecipazione detenuta in PMV, quale risultante dalla valutazione della stessa.

### 5.3.2 PMV

Il metodo patrimoniale semplice è stato applicato con riferimento al 31 dicembre 2016. In particolare il valore di PMV è stato determinato sulla base della situazione patrimoniale riveniente dal bilancio d'esercizio al 31 dicembre 2016 della Società Scindenda predisposto in base ai principi contabili nazionali. Il patrimonio netto contabile al 31 dicembre 2016 di PMV è stato rettificato al fine di riflettere:

- la svalutazione delle immobilizzazioni immateriali composte prevalentemente da investimenti in *software*, migliorie e manutenzioni su beni di terzi, costi pluriennali, non ritenendo che le suddette voci possano conservare un autonomo valore alla luce della logica sottostante l'operazione di Scissione;
- l'adeguamento dei crediti non ritenuti di pronta riscossione. L'attualizzazione di tali crediti è stata effettuata sulla base del costo del denaro effettivamente sopportato da PMV per attingere alle fonti di finanziamento;
- l'appostamento al fondo rischi di passività potenziali su lavori affidati in appalto.

La valutazione di PVM nel suo complesso è stata riconciliata con la valutazione della Società Scindenda per somma delle parti, sulla base dei valori economici attribuibili ai Rami in cui è scomponibile il patrimonio di PMV, applicando il metodo patrimoniale semplice con riferimento alle situazioni patrimoniali al 31 dicembre 2016 dei Rami stessi.

Come evidenziato nelle Relazioni la data di riferimento delle situazioni patrimoniali nonché delle valutazioni di ACTV e PMV, utilizzate ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio, è il 31 dicembre 2016. Gli Amministratori riferiscono che nel periodo intercorrente tra tale data e la data di emissione delle Relazioni non si sono verificati eventi tali da modificare in modo significativo o rilevante il profilo patrimoniale, economico e finanziario di ACTV e PMV.

## 6. DIFFICOLTÀ DI VALUTAZIONE INCONTRATE DAGLI AMMINISTRATORI

Nella predisposizione delle proprie Relazioni gli Amministratori non hanno rilevato particolari difficoltà di valutazione.

Tuttavia, gli Amministratori evidenziano la notevole differenza dimensionale e di *business* delle società oggetto di valutazione.

Da una parte PMV è una società patrimoniale, con un numero di dipendenti ridotto e una struttura di ricavi (canoni per la messa a disposizione dei propri beni) e costi (essenzialmente ammortamenti e oneri finanziari) esigua, sostanzialmente rigida e con unici clienti AVM e ACTV. Il principale investimento della Società Scindenda, ossia la realizzazione del sistema tranviario, si è ormai

concluso e ciò ha comportato, di fatto, il venir meno della principale attività progettuale aziendale, per cui risultava opportuno mantenere come entità sociale distinta PMV.

Dall'altra parte ACTV è una società di grandi dimensioni, con oltre 2.600 dipendenti e un volume d'affari di Euro 232 milioni, la quale, a seguito dell'affidamento *in house* dei servizi di TPL da parte dell'Ente di Governo del bacino veneziano ad AVM dal 2015, ha trasformato la sua attività da gestore diretto del TPL esercitato fino al 2014, a seguito della stipula del contratto *gross cost* con la controllante AVM, a sostanziale esecutore dei servizi per quest'ultima, stabilizzando, in tal modo, i propri ricavi e rimanendo soggetta, solo marginalmente, a oscillazioni sul fronte dei costi, peraltro anch'essi regolati nei contratti infragruppo con opportune clausole di salvaguardia. Pertanto, anche per ACTV gli Amministratori ritengono che gli *asset* da valorizzare sono costituiti dai mezzi di trasporto (navali e terrestri) e le relative infrastrutture, impiegati nell'esecuzione dei suddetti servizi. Ciò premesso gli Amministratori evidenziano la difficoltà nell'utilizzare metodi che prediligono la redditività e i flussi di cassa.

Secondo quanto indicato dagli Amministratori l'adozione del metodo patrimoniale risulta, inoltre, giustificata anche dal fatto che la concessione che consente la gestione *in house* del principale *business* del Gruppo AVM e delle società che lo compongono, ossia il TPL del bacino veneziano, giungerà a scadenza a fine 2019. In tale prospettiva, il metodo patrimoniale consente una valorizzazione di ACTV e PMV che meglio approssima il valore di subentro qualora tali società non risultassero aggiudicatari della nuova concessione.

Sulla base di quanto premesso, gli Amministratori confermano l'opportunità di ricorrere a metodi di valutazione omogenei di carattere esclusivamente patrimoniale, seppure con una dotazione di *assets* ed un assetto organizzativo diversi tra le due società. Per quanto concerne PMV, data la sua natura di società patrimoniale dotata esclusivamente di *asset* al servizio delle Società Beneficarie, si è optato per un metodo di valutazione del patrimonio estremamente puntuale, finalizzato essenzialmente alla verifica della sussistenza concreta di eventuali significative plusvalenze o minusvalenze latenti, ovvero all'esistenza di rischi che, per quanto valutati secondo i principi contabili nazionali dall'organo amministrativo nella predisposizione dei bilanci aziendali, debbano essere considerati con un approccio diverso nell'ambito di un processo valutativo finalizzato a stimare il valore economico della Società Scindenda.

Riguardo ad ACTV, invece, come evidenziato nella relazione del Dott. Boldrin, gli Amministratori riferiscono che la stima del valore economico della società è stata condotta applicando il metodo patrimoniale, prendendo in considerazione tra gli *asset* aziendali anche quelli intangibili o che non trovano espressione nel sistema contabile.

Tutto ciò premesso, gli Amministratori ritengono che le valutazioni sono state svolte con l'obiettivo di esprimere una stima comparativa dei valori delle società in oggetto, coniugando, nelle rispettive valutazioni, l'omogeneità e comparabilità del metodo adottato con la determinazione del valore assoluto delle società considerate singolarmente.

## **7. RISULTATI EMERSI DALLA VALUTAZIONE EFFETTUATA DAGLI AMMINISTRATORI**

### **7.1 Risultati emersi dalla valutazione di ACTV effettuata dagli Amministratori**

Il valore del capitale economico di ACTV alla data di riferimento, determinato dagli Amministratori mediante l'applicazione del metodo patrimoniale semplice, è pari ad Euro 52.783.997.

Il capitale sociale deliberato di ACTV alla data di riferimento della valutazione per la determinazione del Rapporto di Cambio è costituito da n. 950.972 azioni ordinarie del valore nominale di Euro 26,00 ciascuna.

Pertanto, come illustrato dagli Amministratori nelle Relazioni, coerentemente alla valutazione del capitale economico di ACTV come sopra determinato, il valore unitario delle azioni di ACTV proposto ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio risulta pari ad Euro 55,51.



## **7.2 Risultati emersi dalla valutazione di PMV effettuata dagli Amministratori**

Il valore del capitale economico di PMV alla data di riferimento, determinato dall'Amministratore Unico mediante l'applicazione del metodo patrimoniale semplice, è pari ad Euro 37.319.143.

Il valore del capitale economico alla data di riferimento dei Rami d'Azienda Infrastrutture e Residuo in cui è scomponibile il patrimonio di PMV, determinato dall'Amministratore Unico mediante l'applicazione del metodo patrimoniale semplice, è rispettivamente pari ad Euro 20.873.716 ed Euro 16.445.428.

Il capitale sociale deliberato di PMV alla data di riferimento della valutazione per la determinazione del Rapporto di Cambio è costituito da n. 537.991 azioni ordinarie del valore nominale di Euro 74,00 ciascuna.

Pertanto, come illustrato dagli Amministratori nelle Relazioni, coerentemente alla valutazione del capitale economico di PMV come sopra determinato, il valore unitario delle azioni di PMV proposto ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio risulta pari ad Euro 69,37.

## **7.3 Determinazione del Rapporto di Cambio da parte degli Amministratori**

Sulla base dei valori unitari delle azioni ACTV e delle azioni PMV, determinati con le modalità esposte nei precedenti paragrafi, gli Amministratori hanno proceduto alla determinazione del Rapporto di Cambio e alla conseguente determinazione del numero di azioni ACTV da emettere ed assegnare ai Soci di Minoranza di PMV a servizio della Scissione.

In conclusione gli Amministratori propongono un Rapporto di Cambio pari a:

- **n. 4 azioni ordinarie di PMV per ogni n. 5 azioni ordinarie ACTV di nuova emissione.**

Gli Amministratori riferiscono che l'applicazione del predetto Rapporto di Cambio comporta la creazione di resti derivanti dalla impossibilità di convertire in modo intero le azioni PMV possedute da ciascuno dei Soci di Minoranza; pertanto, le azioni PMV non convertibili in funzione di tale rapporto saranno conguagliate in denaro da parte di ACTV in base al corrispondente valore economico, come dettagliatamente indicato nella seguente tabella. Nella determinazione del conguaglio in denaro gli Amministratori evidenziano che è stato rispettato il limite fissato dall'art. 2506 comma 2 del Codice Civile, in base al quale predetto conguaglio non può superare il 10% del valore nominale delle azioni attribuite.

**Tabella 1 - Rapporto di cambio e conguaglio in denaro**

Soci di Minoranza PMV	n° azioni PMV possedute	n° azioni PMV convertibili	n° azioni nuove ACTV da assegnare	valore nominale nuove azioni ACTV da assegnare €	n° azioni PMV non convertibili	Conguaglio in denaro Spettante €
Comune di Cavarzere	1.346	1.344	1.680	43.680,00	2	138,74
Comune di Cona	276	276	345	8.970,00	-	-
Comune di Dolo	1.122	1.120	1.400	36.400,00	2	138,74
Comune di Martellago	1.502	1.500	1.875	48.750,00	2	138,74
Comune di Mira	2.969	2.968	3.710	96.460,00	1	69,37
Comune di Scorzè	1.260	1.260	1.575	40.950,00	-	-
Comune di Santa Maria di Sala	915	912	1.140	29.640,00	3	208,11
Comune di Strà	535	532	665	17.290,00	3	208,11
Comune di Vigonovo	604	604	755	19.630,00	-	-
<b>TOTALE</b>	<b>10.529</b>	<b>10.516</b>	<b>13.145</b>	<b>341.770,00</b>	<b>13</b>	<b>901,81</b>

Il numero di nuove azioni ACTV da assegnare e il conseguente aumento di capitale della Società Beneficiaria ACTV potrà variare in funzione del numero delle azioni PMV che verranno acquistate da ACTV a fronte degli eventuali diritti di vendita ex art. 2506-bis 4 comma del Codice Civile, che potranno essere esercitati dai Soci di Minoranza di PMV.

Conseguentemente, nell'ipotesi che nessuno dei Soci di Minoranza eserciti il citato diritto di vendita, il nuovo capitale sociale di ACTV ammonterà a complessivi nominali Euro 25.067.042, suddiviso in complessive n. 964.117 azioni ordinarie del valore nominale di Euro 26,00 ciascuna.

## 8. LAVORO SVOLTO

Con riferimento alle procedure svolte in relazione alla documentazione utilizzata abbiamo:

- effettuato colloqui con le Direzioni delle Società e con la società di revisione EY S.p.A., al fine di comprendere i principi contabili utilizzati nella predisposizione dei rispettivi bilanci chiusi al 31 dicembre 2016 ed i fatti salienti concernenti la redazione degli stessi. Il sopradescritto lavoro è stato svolto nella misura necessaria per il raggiungimento delle finalità dell'incarico conferitoci, indicate nel precedente paragrafo 1.;
- ottenuto informazioni da parte delle società di revisione EY S.p.A. circa l'attività di revisione contabile da queste svolta sui bilanci di esercizio al 31 dicembre 2016 rispettivamente di AVM, ACTV e PMV;
- svolto una lettura critica:
  - i) del Progetto di Scissione, al fine di verificare la struttura generale della Scissione;

- ii) delle Relazioni e, in particolare, del metodo di valutazione adottato dagli Amministratori al fine di riscontrarne l'adeguatezza, nelle circostanze, sotto il profilo di ragionevolezza e non arbitrarietà;
- analizzate le relazioni emesse dai Periti con riferimento al valore del capitale economico di ACTV e PMV;
  - discusso con la Direzione delle Società ed i Periti il procedimento utilizzato per la stima del capitale economico di ACTV, PMV e dei rami d'azienda della Scindenda;
  - preso visione del provvedimento del Tribunale di Venezia di nomina di Deloitte & Touche S.p.A. in qualità di esperto comune ai sensi dell'art. 2501 *sexies* del Codice Civile, datato 31 maggio 2017 e depositato in medesima data;
  - esaminato, per le sole finalità di cui al presente lavoro, gli statuti di AVM, ACTV e di PMV;
  - svolto un esame critico del metodo di valutazione adottato dagli Amministratori, raccogliendo elementi utili per accertare che tale metodo fosse tecnicamente idoneo, nelle specifiche circostanze, a determinare il Rapporto di Cambio;
  - verificato la completezza e non contraddittorietà delle motivazioni adottate dagli Amministratori in ordine al metodo valutativo adottato ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio;
  - sviluppato analisi di sensitività nell'ambito del metodo di valutazione adottato dagli Amministratori per la stima del valore di ACTV e PMV, al fine di analizzare quanto il Rapporto di Cambio sia influenzabile da variazioni nelle ipotesi e nei parametri ritenuti significativi;
  - verificato la coerenza dei dati utilizzati rispetto alle fonti di riferimento e alla documentazione utilizzata, descritta nel precedente paragrafo 4;
  - verificato la correttezza aritmetica del calcolo del Rapporto di Cambio;
  - verificato che il valore economico delle partecipazioni possedute dai soci di PMV (ante scissione) determinato dagli Amministratori sia equivalente al valore economico delle interessenze nei Rami oggetto di scissione al fine di escludere impropri passaggi di ricchezza tra i soci della Società Scindenda;
  - letto l'ulteriore documentazione ottenuta, elencata al precedente paragrafo 4;
  - raccolto, attraverso colloqui con le Direzioni delle Società, informazioni circa gli eventi verificatisi dopo la data di riferimento delle situazioni patrimoniali al 31 dicembre 2016, in ordine a eventuali fatti o circostanze che possano avere un effetto significativo sui dati e sulle informazioni prese in considerazione nello svolgimento delle nostre analisi, nonché sulla determinazione del Rapporto di Cambio;
  - ricevuto formale attestazione dei legali rappresentanti delle Società sugli elementi di valutazione messi a disposizione e sul fatto che, per quanto a loro conoscenza, alla data del nostro parere, non sussistono modifiche significative da apportare ai dati di riferimento dell'operazione e agli altri elementi presi in considerazione, tali da influenzare il Rapporto di Cambio.

## 9. COMMENTI SULL'ADEGUATEZZA DEI METODI DI VALUTAZIONE UTILIZZATI DAGLI AMMINISTRATORI PER LA DETERMINAZIONE DEL RAPPORTO DI CAMBIO

Per un migliore apprezzamento dei valori emersi si precisa preliminarmente che la finalità principale del procedimento decisionale degli Amministratori consiste in una stima dei valori relativi di ACTV e PMV, nonché dei Rami della Società Scindenda, effettuata attraverso l'applicazione di criteri analoghi tali da ottenere risultati omogenei ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio. Nelle valutazioni per operazioni di scissione, secondo una logica assimilabile a quella delle operazioni di fusione, e per quanto applicabile nelle specifiche circostanze, la finalità ultima non è tanto la determinazione dei valori assoluti del capitale economico delle società interessate, quanto piuttosto l'individuazione di valori confrontabili in sede di determinazione del rapporto di cambio. Per tale ragione, le valutazioni per operazioni di scissione hanno significato unicamente nel loro profilo relativo e non possono essere assunte per finalità diverse.

Gli Amministratori nelle rispettive Relazioni illustrano l'operazione di Scissione e descrivono le motivazioni sottostanti le scelte metodologiche dagli stessi effettuate ed il processo logico seguito ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio.

Tanto premesso, esprimiamo le nostre considerazioni sull'adeguatezza, in termini di ragionevolezza e non arbitrarietà, del metodo di valutazione adottato dagli Amministratori per la determinazione del Rapporto di Cambio, nonché sulla sua corretta applicazione:

- le valutazioni sono state svolte dagli Amministratori su base *stand alone*, ovvero a prescindere da considerazioni inerenti agli effetti che la Scissione potrà avere in futuro sulle Società Beneficiarie. Tale scelta risulta ragionevole ed appare in linea con l'orientamento consolidato della migliore dottrina aziendalistica e con la prassi costante di tale tipologia di operazioni;
- il metodo adottato dagli Amministratori per la valutazione di ACTV, PMV e dei Rami della Società Scindenda è comunemente accettato ed utilizzato, sia a livello nazionale che internazionale, nell'ambito di valutazioni di società con caratteristiche assimilabili a quelle in oggetto. Nell'applicazione della metodologia valutativa prescelta, gli Amministratori hanno opportunamente considerato le caratteristiche ed i limiti impliciti in essa, sulla base della tecnica valutativa professionale, nazionale ed internazionale, normalmente seguita;
- nel caso di specie, la stima dei valori relativi di ACTV, PMV e dei Rami della Società Scindenda è stata effettuata attraverso l'applicazione di criteri omogenei, applicati con modalità coerenti tra le due società;
- è stato utilizzato dagli Amministratori esclusivamente il metodo patrimoniale semplice. Tale metodologia, come anche indicato dalla dottrina aziendalistica, appare idonea ad esprimere il valore di complessi aziendali molto patrimonializzati. Nella fattispecie il metodo patrimoniale risulta ad oggi l'unico idoneo a esprimere il valore economico di ACTV e di PMV nel suo complesso nonché dei Rami in cui essa si articola, in quanto tali società, controllate da ente pubblico, hanno come scopo primario non la massimizzazione del ritorno economico quanto l'offerta di un servizio pubblico che risponda in termini di efficacia ed efficienza alle esigenze degli utenti. Alla luce di tali considerazioni e delle motivazioni fornite al riguardo dagli Amministratori, la scelta di non sviluppare con riferimento a ACTV, PMV ed i Rami della Società Scindenda metodologie valutative basate sui flussi di cassa/reddito o di mercato appare nelle circostanze ragionevole;

- le analisi di sensitività da noi autonomamente elaborate per valutare il possibile impatto di variazioni nelle differenti ipotesi nell'ambito del metodo di valutazione adottato dagli Amministratori, nonché l'analisi dell'accuratezza, anche matematica, dell'applicazione della metodologia utilizzata confermano la ragionevolezza e non arbitrarietà della metodologia adottata dagli Amministratori.

**10. LIMITI SPECIFICI INCONTRATI DALL'ESPERTO ED EVENTUALI ALTRI ASPETTI DI RILIEVO EMERSI NELL'ESPLETAMENTO DEL PRESENTE INCARICO**

- (i) In merito alle principali limitazioni e criticità incontrate relativamente ai metodi valutativi utilizzati, si segnala quanto segue:
- *Metodo di controllo.* Stanti le caratteristiche di ACTV e PMV e del settore di riferimento, come evidenziato nei paragrafi precedenti, per gli Amministratori non è stato possibile individuare una metodologia alternativa quale metodo di controllo nell'ambito del processo valutativo finalizzato alla determinazione del Rapporto di Cambio. Riteniamo che, nelle specifiche circostanze, l'assenza di metodologie di controllo non sia tale da inficiare la ragionevolezza del processo valutativo e, pertanto, della determinazione del Rapporto di Cambio.
- (ii) Si richiama, inoltre, l'attenzione sui seguenti aspetti:
- nell'esecuzione del nostro incarico abbiamo utilizzato dati, documenti e informazioni fornitici dalle Società partecipanti alla Scissione, assumendone la veridicità, correttezza e completezza, senza svolgere verifiche al riguardo;
  - esula dall'oggetto del presente parere ogni considerazione in ordine alle determinazioni degli Amministratori con riguardo al Piano di Riorganizzazione, ai relativi adempimenti, alla tempistica e all'esecuzione del Piano di Riorganizzazione stesso;
  - dalle Relazioni degli Amministratori emerge che il numero di nuove azioni ACTV da assegnare e il conseguente aumento di capitale della Società Beneficiaria ACTV potrà variare in funzione del numero delle azioni PMV che verranno acquistate da ACTV a fronte degli eventuali diritti di vendita ex art. 2506-bis 4 comma del Codice Civile che potranno essere esercitati dai Soci di Minoranza di PMV. A tal fine l'Amministratore Unico di PMV provvederà a determinare il prezzo per l'acquisto delle azioni di PMV che ACTV dovrà corrispondere ai soci di PMV a fronte dell'eventuale esercizio del diritto di vendita per un corrispettivo determinato alla stregua dei criteri previsti per il recesso. Il valore di liquidazione delle azioni di PMV ai fini dell'esercizio del diritto di recesso è oggetto, ai sensi dell'art. 2437-ter del Codice Civile, dei pareri del Collegio Sindacale e del soggetto incaricato alla revisione legale dei conti di PMV ed esula pertanto dall'oggetto della presente relazione.

## 11. CONCLUSIONI

Sulla base della documentazione esaminata e delle procedure sopra indicate e tenuto conto della natura e portata del nostro lavoro, così come illustrate nella presente relazione, fermo restando quanto indicato nel precedente paragrafo 10), riteniamo che il metodo di valutazione adottato dagli Amministratori di Azienda Veneziana della Mobilità S.p.A., ACTV S.p.A. e Società del Patrimonio della Mobilità Veneziana S.p.A. sia adeguato, in quanto nelle circostanze ragionevole e non arbitrario, e che lo stesso sia stato correttamente applicato ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio individuato nel Progetto di Scissione pari a n. 4 azioni ordinarie di Società del Patrimonio della Mobilità Veneziana S.p.A. per ogni n. 5 azioni ordinarie di ACTV S.p.A. di nuova emissione.

DELOITTE & TOUCHE S.p.A.



**Cristiano Nacchi**

Socio

Padova, 30 giugno 2017