

DOTT. LORENZO PENNER

DOTTORE COMMERCIALISTA REVISORE LEGALE

ISERA S.r.l.

Stima del valore del Ramo aziendale "Distribuzione gas" della Isera S.r.l. nel Comune di Isera

Rovereto, 8 aprile 2019

**38068 ROVERETO – VIA G. PRATI, 16 – TEL 0464 439555
38121 TRENTO – VIALE DELLA COSTITUZIONE, 33 – TEL 0461 1636601
MAIL studio@matuellamonti.it**

INDICE ANALITICO:

I) Premessa	4
1.1 L'oggetto e la finalità dell'incarico.....	4
1.2 La definizione di valore adottata	4
1.3 La data di riferimento della valutazione.....	5
1.4 La data di riferimento della Relazione.....	5
1.5 I limiti della documentazione aziendale che ha formato oggetto di analisi.....	6
II) La documentazione esaminata.....	7
2.1 La struttura amministrativo-contabile, le scritture contabili e l'altra documentazione raccolta	7
2.2 La documentazione predisposta per il bando d'Ambito provinciale tenuta in considerazione	8
III) Il profilo del Ramo	9
3.1 Contesto in cui opera Isera S.r.l.....	9
3.2 Analisi del settore di riferimento del Ramo Servizio di distribuzione del gas	9
3.3 Linee strategiche di Isera e del Comune.....	10
3.4 L'evoluzione che interessa la definizione di valore	11
3.5 La consistenza patrimoniale del ramo in questione.....	12
IV) I metodi di valutazione	16
4.1 Concetti introduttivi	16
4.2 Approcci e Metodi	16
4.2.1 Il Criterio del VIR (Valore Industriale Residuo)	17
4.2.2 Criterio della RAB (Regulatory Asset Base).....	17
4.3 La scelta del metodo di valutazione del Ramo	18
4.4 Il c.d. metodo "misto": approfondimenti.....	19

V) La valutazione del Ramo con il metodo "misto"	20
5.1 Sintesi dei risultati	20
5.2 La determinazione del Patrimonio netto rettificato	20
5.3 La determinazione del valore sulla base del risultato economico	21
VI) Conclusioni. Il valore del Ramo	23
VII) Allegati	24

I) Premessa

1.1 L'oggetto e la finalità dell'incarico

Il 20 dicembre 2018, il Comune di Isera, C.F. 00203870225, con sede in Via Ravagni n.8, Isera (di seguito Comune) ha conferito al sottoscritto, Dott. Lorenzo Penner nato a Lavarone il 07 agosto 1946 ed ivi residente in Frazione Gionghi n. 85 - C.F. PNNLNZ46M07E492N – P.IVA 00354630220, in qualità di professionista associato allo Studio Matuella Monti e Associati, l'incarico di attestare il valore delle quote della società Isera S.r.l. (la Società o Isera).

Le verifiche successivamente fatte hanno portato il *Comune* a modificare la strategia; l'incarico conferito, dopo la condivisione con l'Amministratore Unico di Isera S.r.l., è dunque quello di attestare il valore economico (*Valore*) del ramo d'azienda relativo alla gestione della distribuzione di gas naturale mediante impianto di distribuzione urbana (*Ramo di azienda o Ramo*), esercitato da Isera S.r.l., società interamente posseduta dallo stesso *Comune*.

La valutazione viene rilasciata su richiesta del *Comune* in relazione ad un previsto bando pubblico per la cessione, unitamente alla rete di distribuzione di distribuzione del gas naturale di proprietà dello stesso *Comune*, del contratto di servizio per l'attività di distribuzione e delle attrezzature costituenti il ramo aziendale di Isera S.r.l.. La *Società* ha infatti conferito al *Comune* specifica delega di rappresentarla per gestire la gara per l'affidamento del servizio di distribuzione del gas nel Comune di Isera.

La presente valutazione viene fatta da professionista iscritto all'Ordine dei Dottori Commercialisti ed Esperti Contabili ed al Registro dei Revisori Legali con esperienza in materia di controllo della attività gestionali di aziende sia ricoprendo incarichi di Controllo di legittimità (Sindaco) sia di revisione contabile in numerose società industriali, commerciali e di servizi. Lo scrivente dichiara inoltre di aver operato come valutatore di aziende ai fini di conferimenti o ai fini di corretta determinazione dei valori della società.

1.2 La definizione di valore adottata

In considerazione di quanto verrà meglio sviluppato in seguito, è necessario fin da subito evidenziare come l'incarico affidato sia quello di procedere alla determinazione del capitale

economico del solo *Ramo di azienda* di proprietà di *Isera*. Il bando pubblico di vendita congiunto *Isera-Comune*, che quest'ultimo provvederà ad indire e gestire comprenderà, oltre al ramo aziendale, anche la rete di distribuzione di proprietà comunale.

Vi è poi da segnalare:

- (i) che l'attività di *Isera* è esercitata in regime di privativa;
- (ii) che la distribuzione di gas naturale dovrà essere oggetto di affidamento ad un gestore per l'Ambito corrispondente alla Provincia di Trento; la Provincia svolge le funzioni di Stazione Appaltante per il bando d'Ambito;
- (iii) che il valore complessivo dovrà essere verificato dalla Stazione Appaltante secondo le Linee Guida ex DM 22 maggio 2014 e di validazione dalla Autorità Regolazione reti Energia e Ambiente (ARERA);

Il *Valore Economico* del Ramo oggetto di bando per la cessione è stato dunque stimato in ipotesi di continuità (*going concern*) dello stesso per un periodo limitato, in considerazione della prevista successiva cessione al nuovo Gestore, e quindi in una prospettiva *stand alone*, vale a dire escludendo la valorizzazione di sinergie di costo o di integrazione sviluppabili da potenziali altri business.

Il *Ramo* in questione è chiaramente identificabile: l'incarico prevede la valutazione delle sole attività interessate all'operazione, comprese conoscenze, contratti, mercati e clientela, viene inoltre compreso nel ramo d'azienda il contratto di lavoro con un addetto, senza tenere in considerazione alcuna passività.

1.3 La data di riferimento della valutazione

Si assume quale data di riferimento della valutazione il 31 dicembre 2018.

1.4 La data di riferimento della Relazione

La data di redazione della presente Relazione è da intendersi il 8 aprile 2019.

1.5 I limiti della documentazione aziendale che ha formato oggetto di analisi

Ai fini della redazione di questa Relazione e, in particolare, delle analisi e delle considerazioni ivi contenute, è utile ricordare che i dati contabili e le proiezioni utilizzate per lo sviluppo delle valutazioni utilizzate nella perizia sono stati analizzati in termini di ragionevolezza e coerenza complessiva, effettuando sulle principali voci patrimoniali considerate le verifiche documentali necessarie.

Le specifiche valutazioni degli impianti riferibili al settore della distribuzione del gas naturale sono state confrontate e verificate con le valutazioni del consulente tecnico Utiliteam &Co S.r.l.

Con particolare riferimento poi alla verifica dei dati economici attribuibili al solo *Ramo di azienda* gas, lo scrivente ha discusso criticamente con l'Amministratore Unico di Isera S.r.l. e con l'ufficio di contabilità i principali assunti che stanno a fondamento della elaborazione di tale dato economico onde apprezzarne la ragionevolezza.

Sono stati compiuti i rilievi e assunte le informazioni ritenute opportune dopo aver eseguito il controllo dei dati relativi alla situazione patrimoniale della società alla data del 31 dicembre 2018, approvata dall'Amministratore Unico.

II) La documentazione esaminata

Le analisi svolte hanno riguardato la seguente documentazione:

- Bilanci per gli esercizi chiusi dal 2016 al 2018 di *Isera S.r.l.*;
- Conto Economico normalizzato del *Ramo* per gli esercizi chiusi al 31.12.2017 e al 31.12.2018;
- Libro cespiti e ulteriore documentazione contabile e fiscale relativa;
- Contratto di collaborazione con consulente tecnico esterno CPL;
- Clientela cui Isera fornisce servizi di vettoriamiento del gas;
- Relazione di determinazione VR (Valore di Rimborso) redatta da Utiliteam S.r.l.;
- Relazione di determinazione della RAB (Regulatory Asset Base) redatta da Utiliteam S.r.l.;

2.1 La struttura amministrativo-contabile, le scritture contabili e l'altra documentazione raccolta

La contabilità e la gestione del personale dipendente sono affidate a due diversi studi professionali. La contabilità, tenuta a mezzo di sistemi elettrocontabili, è apparsa ordinata e priva di irregolarità tali da pregiudicarne l'attendibilità. Le scritture vengono eseguite con registrazione cronologica delle operazioni nel Libro Giornale, mentre le registrazioni ai fini IVA trovano corretta allocazione nei registri "IVA Vendite" ed "IVA Acquisti". Oltre ai predetti registri, sono stati correttamente tenuti i libri contabili e sociali previsti per Legge o regolamento.

La funzione di acquisizione della documentazione contabile e amministrativa, dopo la cessazione del rapporto di lavoro con il dipendente addetto alla specifica funzione, è seguita dall'Amministratore Unico; con riferimento ai rapporti con ARERA relativi alla comunicazioni e determinazione delle tariffe di fatturazione ai clienti, l'incarico è stato affidato al consulente tecnico "esterno" CPL Concordia società Cooperativa.

Sono stati attentamente presi in considerazione tutti i dati contabili, le schede di mastro, le fatture, e la documentazione contabile resasi necessaria al fine di procedere alla redazione della presente Relazione, con particolare riferimento ai controlli da eseguirsi per determinare la reale

consistenza patrimoniale del *Ramo* alla data di riferimento della valutazione e la riferibilità al *Ramo* e la competenza temporale dei dati economici.

L'insieme delle procedure amministrative e contabili in essere, prese in considerazione ai fini della valutazione di stima, garantiscono adeguato livello di attendibilità dei dati contabili utilizzati nel processo valutativo.

2.2 La documentazione predisposta per il bando d'Ambito provinciale tenuta in considerazione

Come meglio specificato nel proseguo della presente Relazione, i Comuni del Trentino, d'intesa con il Consiglio delle autonomie locali (CAL), hanno demandato alla Provincia il compito di bandire, gestire e aggiudicare la gara per l'affidamento del servizio di distribuzione del gas.

Tutti i gestori uscenti debbono dunque fornire alla stazione appaltante le informazioni sullo stato di consistenza degli impianti e altre informazioni di carattere finanziario, quali contributi, servitù e personale da trasferire.

Conformemente all'accordo con la Provincia, il Gestore Uscente (*Isera*) ed il *Comune* hanno chiesto alla Società Utiliteam &Co S.r.l, impresa specializzata nella valutazione di beni concernenti la distribuzione del gas, di procedere anzitutto alla **rilevazione dello stato di consistenza e alla determinazione del Valore Industriale Residuo (VIR) e del Valore di Rimborso (VR)**.

La prima stima, che aveva assunto a riferimento la consistenza a fine 2016, come richiesto dalla Stazione Appaltante, è stata completata con Relazione del 19 aprile 2018. In seguito, tali valori e stato di consistenza sono stati poi aggiornati al 31 dicembre 2017 con Relazione di data 8 aprile 2019 (All.1) .

Infine, allo scopo di aggiornare il costo del capitale riconosciuto in tariffa, come risultante dalla applicazione delle formule di calcolo definite da ARERA, dopo gli aggiornamenti apportati dal *Comune* con delibera del Consiglio Comunale di *Isera* del 17 dicembre 2018, è stato ridefinito il valore *RAB* (Regulatory Asset Base) degli impianti, separatamente determinato per gli impianti del *Comune* e di *Isera*. È necessario precisare come quest'ultima relazione non sia ancora stata presentata ad ARERA per il riconoscimento della tariffa per l'anno 2019.

Il perito estimatore ha acquisito e tenuto in considerazione tutte le indicate Stime dei valori di Utiliteam.

III) Il profilo del Ramo

3.1 Contesto in cui opera Isera S.r.l.

Il Comune di Isera partecipa, come socio unico, nella società Isera S.r.l. che eroga, secondo il modello multiservizi *in house*, vari servizi pubblici fra i quali vi è quello di distribuzione di gas naturale. Allo scopo, la Società utilizza reti ed impianti di proprietà del Comune in virtù di un apposito *Contratto di Servizio* di distribuzione del gas naturale, stipulato ai sensi dell'articolo 14 del D.Lgs. 164/2000 il 12 luglio 2004 e con scadenza il 31 dicembre 2005, con impegno a continuare il servizio fino alla consegna delle reti ed impianti al gestore subentrante. L'attività in questione è attualmente ancora in esercizio.

3.2 Analisi del settore di riferimento del Ramo Servizio di distribuzione del gas

Il settore della distribuzione del gas è stato interessato da una profonda trasformazione a seguito del recepimento delle direttive comunitarie effettuato con il D.Lgs. 164/2000, sopra richiamato, che ha previsto la separazione fra attività di vendita (liberalizzata) e attività di distribuzione del gas.

Le successive modifiche della normativa hanno portato ad ulteriori evoluzioni fra le quali vi sono in particolare le previsioni:

- (i) che il servizio non possa più essere affidato per ciascun singolo Comune, ma unicamente per ambiti territoriali appositamente individuati dal MISE;
- (ii) che tale affidamento debba essere fatto unicamente a mezzo gara d'appalto per un periodo non superiore a 12 anni.

Nell'ambito della propria autonomia, la Provincia Autonoma di Trento (L.P. 19/2009) ha individuato un **Ambito Unico** (comprendente tutto il territorio provinciale) per l'espletamento della gara di assegnazione del servizio di distribuzione del gas.

In merito, la **Provincia** assume le funzioni di **Stazione Appaltante** (per il tramite dell'Agenzia Provinciale per le Risorse Idriche ed l'Energia, in sigla APRIE) alla quale tutti i Comuni hanno demandato il compito di bandire, gestire e aggiudicare la gara per l'affidamento del servizio.

La Provincia svolgerà a favore dei Comuni anche attività di:

- i) acquisizione di informazioni sugli stati di consistenza,
- ii) determinazione del valore industriale residuo (VIR).

La gara, con bando inizialmente previsto entro il 31 dicembre 2018, non risulta ad oggi ancora bandita. In base alle indicazioni di APRIE, la pubblicazione avverrà presumibilmente entro la fine del corrente anno 2019, con l'avvio dell'attività del nuovo gestore ragionevolmente previsto entro il successivo biennio.

3.3 Linee strategiche di Isera e del Comune

Il Comune di Isera ha riferito che in attuazione di delibere consiliari sono state recentemente dismesse attività, quali la vendita e distribuzione di energia e la vendita di gas, per la gestione delle quali si avvaleva anche dei servizi di *Isera*, è stata di conseguenza ridimensionata la struttura organizzativa della *Società*. In considerazione di quanto sopra esposto risulterebbe antieconomico riadeguare la struttura organizzativa della *Società* con le professionalità necessarie per la gestione del servizio di distribuzione del solo gas nel limitato periodo fino al concreto affidamento del servizio al nuovo Gestore. L'attuale situazione patrimoniale/finanziaria impongono poi un intervento nel breve termine.

Verrà quindi sottoposta alla delibera del Consiglio Comunale la proposta di cessione sia della proprietà delle Reti e Impianti del *Comune*, che dei beni e contratti di *Isera* costituenti il ramo di azienda relativo alla distribuzione del gas naturale nel territorio del Comune di Isera; il tutto in attesa della predisposizione e svolgimento della gara per l'ATEM della Provincia di Trento.

La cessione avverrà ad un partner selezionato tramite un apposito "Avviso pubblico".

3.4 L'evoluzione che interessa la definizione di valore

Come già premesso, è necessario tenere presente come l'attività sia esercitata in regime di privativa: il *Valore Economico* del *Ramo* aziendale non può quindi essere stimato attraverso la metodologia del confronto, in quanto per l'attività svolta non risulta possibile riuscire a definire dei comparabili significativi.

L'esercizio in concessione nel settore della distribuzione del gas naturale, inoltre, comporta che la valutazione debba ispirarsi ai criteri che comunque vengono utilizzati nel passaggio di gestione di servizi di tal guisa.

Essi sono previsti dalle Linee Guida già sopra richiamate con le quali si fissano i criteri di determinazione del VR (*Valore di Rimborso*), il quale risulta essere pari al VIR (*Valore Industriale Residuo*) al netto dei contributi. È previsto inoltre anche un meccanismo di "validazione" da parte di ARERA qualora il VR si discostasse in misura significativa dal valore della RAB (*Regulatory Asset Base*).

È infine da segnalare come, ai fini della predisposizione del bando per l'affidamento al nuovo Gestore, il valore dovrà essere verificato dalla Stazione Appaltante secondo le Linee Guida ex DM 22 maggio 2014, con la possibilità di una revisione dello stesso da parte dell'Autorità Regolazione reti Energia e Ambiente (ARERA).

Con riferimento alla determinazione del valore delle altre voci di Attivo e Passivo riferibili al solo *Ramo* oggetto di cessione, il *Comune e Isera* hanno evidenziato che il *Ramo di azienda* da trasferire non ricomprenderà né crediti, né debiti; tali poste sono state comunque opportunamente verificate ai fini dell'espressione finale del giudizio

A tale proposito sono state organizzate riunioni con i responsabili della società al fine di:

- (i) verificare eventuali mutamenti significativi della situazione patrimoniale del *Ramo* intervenute successivamente la data di riferimento della valutazione;
- (ii) approfondire gli aspetti peculiari delle procedure amministrative, di controllo e di pianificazione in essere sino alla data di riferimento della Relazione;
- (iii) verificare l'effettiva "consistenza" del patrimonio della *Ramo* alla data medesima.

Le valutazioni sono formulate in ogni caso alla luce degli elementi di previsione ipotizzabili in uno scenario normale e pertanto non tengono conto della possibilità del verificarsi di eventi di natura

straordinaria e non prevedibile. Questa Relazione, pertanto, si basa necessariamente sulle attuali condizioni economiche di mercato e sulle informazioni che sono state messe a disposizione fino alla data di redazione della presente Relazione.

3.5 La consistenza patrimoniale del ramo in questione

Lo scrivente, ai fini della stima ha innanzitutto esaminato la consistenza patrimoniale a valori contabili del ramo in questione che viene di seguito viene riepilogata:

Attività	Euro
Immobilizzazioni materiali	177.315
<i>Costo Storico</i>	<i>254.973</i>
<i>Fondo ammortamento</i>	<i>-77.658</i>
TOTALE ATTIVO	177.315
Passività	Euro
TOTALE PASSIVO	-
CAPITALE NETTO RAMO	177.315

Più nel dettaglio, il *Ramo* oggetto della presente valutazione risulta essere composto unicamente da immobilizzazioni materiali, trattasi nello specifico da impianti ed attrezzatura specifica. Di seguito vengono riepilogati nel dettaglio i beni in questione:

Descrizione	Valore netto contabile
ATTIVO	
Impianti specifici	
Impianto di odorizzazione	-
<i>Costo storico</i>	<i>25.078</i>
<i>F.do ammortamento</i>	<i>-25.078</i>
Rete di distribuzione	-
<i>Costo storico</i>	<i>2.000</i>

<i>F.do ammortamento</i>	-2.000	
Attrezzatura specifica		
Convertitori volume ECOR3 del 2011		2.050
<i>Costo storico</i>	8.200	
<i>F.do ammortamento</i>	-6.150	
Contatori Gas 2011		1.338
<i>Costo storico</i>	5.350	
<i>F.do ammortamento</i>	-4.013	
Contatori Gas 2012		481
<i>Costo storico</i>	1.375	
<i>F.do ammortamento</i>	-894	
Contatori Gas 2014		5.627
<i>Costo storico</i>	10.230	
<i>F.do ammortamento</i>	-4.604	
Contatori integrati 2015		4.518
<i>Costo storico</i>	6.950	
<i>F.do ammortamento</i>	-2.433	
Convertitori Gas 2016		4.500
<i>Costo storico</i>	5.400	
<i>F.do ammortamento</i>	-900	
Adattatori in ottone 2016		1.900
<i>Costo storico</i>	2.280	
<i>F.do ammortamento</i>	-380	
Contatori Gas 2016		153.286
<i>Costo storico</i>	183.950	
<i>F.do ammortamento</i>	-30.664	
Adattatori contatori 2016		1.900
<i>Costo storico</i>	2.280	
<i>F.do ammortamento</i>	-380	
Contatori Gas 2017		1.350
<i>Costo storico</i>	1.500	
<i>F.do ammortamento</i>	-150	
Contatori Gas 2018		367
<i>Costo storico</i>	380	
<i>F.do ammortamento</i>	-13	
TOTALE ATTIVO		177.315

Nel *Ramo di azienda* sono ricompresi anche i beni immateriali, quali il sistema di rilevamento dati, monitoraggio e telegestione. I relativi costi sostenuti da *Isera* nell'ambito di un progetto sperimentale pilota approvato dall'Autorità per l'Energia ed il Gas sono stati coperti interamente da contributo.

Sono ricompresi ancora:

- Il Contratto di Servizio distribuzione di gas stipulato con il Comune di Isera il 12 luglio 2004 Rep. 760;
- I contratti di servizio e consulenza tecnica con CPL CONCORDIA fino alla scadenza pattuita (31 dicembre 2019) salvo anticipata risoluzione;
- I rapporti in essere con gli utenti per la fornitura al cliente finale ed attualmente: Edison Energia, Enel Energia, Dolomiti Energia, Eni Gas e Luce, Enegan Gas, Compagnia Energetica Italiana, Cura gas e Power, Gala.

Sono state verificate anche le altre attività riferibili sia al ramo d'azienda Gas che agli altri rami aziendali, ma i relativi valori non vengono evidenziati in quanto non saranno oggetto di trasferimento.

Il sottoscritto perito, a seguito di espressa interrogazione, ha avuto formale assicurazione che tutte le attività incluse nel perimetro del Ramo sono di pertinenza della Società e che non esistono altre attività e/o passività relative allo stesso.

Come già precisato merita sottolineare che nessuna posta relativa al capitale circolante (commerciale e non) viene contemplata nel perimetro del Ramo, di talché tutte le posizioni finanziarie, di credito e debito conseguenti ai rapporti (commerciali e non) in essere alla data di riferimento della Relazione rimangono integralmente in capo ad Isera.

Isera srl e Comune hanno inoltre informato il perito che fra le condizioni del bando è previsto, tra l'altro, l'obbligo di mantenimento dell'occupazione per un addetto individuato, senza però che l'acquirente debba farsi carico del relativo TFR, che rimarrà in carico alla cedente.

La verifica delle attività e delle passività (dati in euro)

Al fine della redazione della Perizia il sottoscrittario ha verificato la correttezza di iscrizione ed il valore contabile delle attività relative al ramo d'azienda al 31 dicembre 2018.

In particolare, come sopra già dettagliato, ha accertato che il valore netto contabile dei beni in questione, pari ad Euro 177.315, risulta da corretta registrazione dei valori di costo risultanti dai documenti e dalla applicazione di corretti coefficienti di ammortamento in base alla durata tecnica fissata in tabella.

È necessario però tenere in considerazione come fra le immobilizzazioni sia compreso anche un impianto di odorizzazione il cui valore contabile netto, dopo l'applicazione da parte della Società di un'aliquota di ammortamento del 15%, risulta essere pari a zero.

Il consulente tecnico Utiliteam classifica l'impianto fra i gruppi di regolazione e misura con una vita utile dell'impianto in questione pari ad anni 20, come individuato da ARERA.

Ritenendo più corretta tale classificazione e vista la diversa vita utile dell'impianto di odorizzazione, pare opportuno procedere alla rettifica del valore netto contabile delle immobilizzazioni della società inserendo il valore contabile che il bene avrebbe avuto qualora fosse stata applicata un'aliquota d'ammortamento del 5%. Al 31 dicembre 2018, esso sarebbe stato iscritto in contabilità per un valore netto contabile pari ad Euro 13.166, come di seguito dettagliato:

Impianto di odorizzazione acq. nel 2009	
Costo storico	25.078
Aliq. d'amm.	5,00%
Amm.to 2009	627
Amm.to 2010	1.254
Amm.to 2011	1.254
Amm.to 2012	1.254
Amm.to 2013	1.254
Amm.to 2014	1.254
Amm.to 2015	1.254
Amm.to 2016	1.254
Amm.to 2017	1.254
Amm.to 2018	1.254
F.do al 31/12/2018	11.912
Maggior valore	13.166

Il valore contabile complessivo del ramo in questione è quindi pari ad Euro 190.481.

Descrizione	Valore
Valore Netto contabile	177.315
Maggior valore odorizzatore	13.166
Valore del Ramo	190.481

IV) I metodi di valutazione

4.1 Concetti introduttivi

Al fine della determinazione del valore di un'azienda (*Ramo* nel caso di specie), possono essere utilizzati uno o più metodi di valutazione. Gli approcci alla valutazione individuano le differenti prospettive di carattere generale che possono essere assunte per la determinazione del valore e nell'ambito delle quali possono essere classificati i principali metodi di stima.

Nell'affrontare un problema di valutazione, l'esperto dovrebbe individuare la prospettiva più efficace in relazione alla natura e alle caratteristiche dell'oggetto del proprio incarico.

Muovendo da queste considerazioni di fondo, indispensabili per una completa lettura delle risultanze esposte nel presente documento, di seguito vengono introdotti i criteri in base ai quali è stata condotta l'analisi sul patrimonio della società.

4.2 Approcci e Metodi

I tre principali approcci nell'ambito dei quali possono essere classificati i metodi di valutazione utilizzati nella prassi professionale sono i seguenti:

- (i) l'approccio di mercato (market approach);
- (ii) l'approccio basato sui flussi di risultati attesi (income approach);
- (iii) l'approccio basato sul costo (cost approach).

La suesposta classificazione delle metodiche di valutazione è di carattere generale.

Le premesse fatte consentono di semplificare gli approcci ed evitare di soffermarsi su una lunga descrizione prettamente teorica dei criteri di valutazione elaborati dalla dottrina e dai Principi Italiani di Valutazione emanati dall'Organismo Italiano di valutazione (OIV).

Si è infatti già anticipato come il settore della Distribuzione del Gas Naturale sia regolato da leggi specifiche e da autorità di controllo. Il valore da riconoscere al Gestore uscente (denominato VIR) è determinato da Linee Guida approvate con decreto Ministeriale.

La tariffa riconosciuta che determina la redditività dell'investimento viene fatta sulla base del costo di Capitale Riconosciuto.

Trattasi in sostanza di approccio basato sul costo con riferimento al metodo VIR e di approccio basato sui flussi di risultati attesi con riferimento al metodo RAB.

Segue una breve descrizione dei singoli criteri al solo fine di far comprendere al lettore le loro caratteristiche e, di conseguenza, i motivi che hanno portato alla determinazione della valutazione.

4.2.1 Il Criterio del VIR (Valore Industriale Residuo)

Il Valore Industriale Residuo è una configurazione prevista nelle "Linee Guida" sui criteri e modalità applicative per la valutazione del valore di rimborso degli impianti di distribuzione del gas naturale emanate dal Ministero dello Sviluppo Economico, che assume il Valore di Rimborso di una infrastruttura afferente un Servizio Pubblico Locale al termine della concessione.

E' un approccio basato sul costo che fornisce indicazioni in ordine all'onere che dovrebbe essere sostenuto per ottenere un'attività simile a quella oggetto di valutazione.

Le informazioni che possono essere ottenute attraverso l'approccio basato sul costo assumono differente significato e rilievo in funzione della categoria di attività alla quale appartiene l'attività oggetto di valutazione. Conseguentemente, il *cost approach* viene utilizzato quale unico metodo di valutazione nei casi in cui non risultino disponibili informazioni che consentano l'utilizzo anche di approcci alternativi, ovvero non sia significativo ricondurre flussi di risultati ad attività (*asset*) specifiche (come ad esempio nel caso della valutazione di singoli impianti, macchinari e strumenti di produzione).

4.2.2 Criterio della RAB (Regulatory Asset Base)

Nel caso di imprese che operano in regime di concessione l'individuazione e valorizzazione dei beni strumentali, il cui costo rileva in sede di determinazione della tariffa del servizio che remunera il capitale e l'ammortamento, è fondamentale in quanto è l'elemento determinante per la determinazione dei ricavi.

Il criterio di valutazione tariffaria dei beni parte dall'assunto che gli investimenti nelle infrastrutture devono trovare nei ricavi, oltre che una copertura dei costi, anche un rendimento soddisfacente del capitale. La determinazione della RAB al momento dell'assegnazione (vale a

dire, all'inizio dell'esercizio del servizio in concessione) dovrebbe semplicemente assumere il costo degli investimenti al netto dei contributi e degli ammortamenti cumulati dal precedente gestore.

La RAB rappresenta il valore riconosciuto dall'Autorità regolatrice che il gestore potrà recuperare sotto forma della componente di tariffa destinata a copertura dei costi di investimento.

E' un approccio basato sui risultati attesi (*income approach*) che fornisce un'indicazione del valore basato sulla capacità di una attività di generare flussi di risultato nel futuro. E' dunque un metodo reddituale (*capitalization of income*): il valore è ottenuto attraverso la capitalizzazione del risultato economico normalizzato, vale a dire del risultato che ragionevolmente l'attività oggetto di valutazione sarà in grado di generare su un orizzonte di lungo periodo.

4.3 La scelta del metodo di valutazione del Ramo

L'operazione sottostante alla fattispecie in esame e relativamente alla quale viene chiesta la valutazione, è la vendita.

Come indicato del già citato documento OIV, la valutazione in caso di cessione di ramo di azienda è finalizzata a determinare l'utilità complessivamente perduta dei titolari del suo capitale. Il valore di cessione individua il prezzo minimo che compensa tale utilità perduta. Questo valore è costituito da due parti ideali:

- i) il valore stand alone dell'azienda
- ii) il valore di eventuali benefici in capo al venditore

Il valore dei benefici del venditore, che in una negoziazione fra privati potrebbero avere un ruolo rilevante, non assume valore nel caso in esame di "bando pubblico", salvo quello di confermare il valore di capitale riconosciuto e supportare la strategia e finalità del bando stesso.

La valutazione si è quindi basata unicamente su valori in atto, cioè nelle condizioni attuali senza tener conto di valori potenziali.

Nel presente lavoro si sono già evidenziate alcune caratteristiche particolari dell'attività svolta dall'impresa che portano ad escludere alcuni approcci valutativi la cui applicazione nel caso di specie non pare corretta.

Riassumendo dunque, preso atto che:

- (i) il Valore di Rimborso degli impianti riconosciuto al Proprietario/Gestore nello specifico settore degli impianti di distribuzione del gas naturale è fissato dai soprarichiamati "Criteri" e "Linee guida",
- (ii) la durata limitata dell'esercizio dell'attività da parte dell'acquirente, in attesa dell'affidamento del servizio di distribuzione del gas ad nuovo Gestore, condiziona i risultati economici ottenibili dal Gestore,

il metodo utilizzato per giungere alla determinazione del valore economico del Ramo in questione è comunque quello del metodo c.d. "misto" patrimoniale reddituale.

Di seguito si provvede a fornire maggiori dettagli e precisazioni relativamente al metodo utilizzato nella valutazione del Ramo.

4.4 Il c.d. metodo "misto": approfondimenti.

Il metodo basato sul concetto di extra-reddito definisce il valore aziendale come somma di due componenti elementari, segnatamente:

- il valore patrimoniale delle attività dell'impresa;
- il valore "creato", inteso come valore attuale del flusso di redditi che l'impresa oggetto di valutazione è in grado di ritrarre dall'impegno delle attività gestite.

Il metodo in discussione è coerente con un concetto largamente sviluppato nella teoria economica, secondo il quale il valore del capitale di un'azienda è funzione sia della dotazione di asset dell'azienda stessa, sia della capacità della stessa di ritrarne tassi di remunerazione ritenuti almeno "normali".

V) La valutazione del Ramo con il metodo "misto"

5.1 Sintesi dei risultati

Il valore complessivo economico del capitale del Ramo, determinato con il metodo "misto", risulta pari a 189.641 Euro, pari al valore RAB determinato da Utiliteam (All.2).

Nei seguenti paragrafi verranno illustrati i dettagli che hanno condotto alla determinazione del patrimonio netto rettificato in questione

5.2 La determinazione del Patrimonio netto rettificato

Il valore del patrimonio netto del *Ramo* alla data di riferimento è stato rettificato seguendo analiticamente l'impostazione prevista per la determinazione dei valori correnti di ciascuna posta patrimoniale. Il metodo applicato segue l'impostazione prevista per l'applicazione del metodo patrimoniale semplice.

Come già evidenziato nel paragrafo 3.5 della presente relazione, il Ramo in questione risulta essere composto unicamente da immobilizzazioni materiali e, in particolare, da impianti ed attrezzature specifiche. Con riferimento alle stesse, il sottoscritto perito ha analizzato:

- (i) La Relazione Utiliteam n. 18.3286.01 del 19 aprile 2018 sul valore di rimborso al 31.12.2016 dell'impianto distribuzione gas dell'Ente concedente Comune di Isera;
- (ii) La Relazione Utiliteam n. 19.3547.02 del 8 aprile 2019 sul valore di rimborso al 31.12.2017 dell'impianto distribuzione gas sia del Comune che a quelli di Isera;
- (iii) I prospetti della consistenza degli impianti forniti da Comune di Isera relativi al 31.12.2016.
- (iv) I prospetti aggiornati al dicembre 2018 con evidenziazione degli impianti di proprietà del Gestore Isera;
- (v) I dati contabili a bilancio, della documentazione a supporto, del libro cespiti di Isera S.r.l al 31 dicembre 2018.

Come sopra specificato il valore contabile rettificato risulta pari ad Euro 190.481. Tale valore deve essere confrontato con quello fornito da Utiliteam che, nella perizia n. 19.3547.02 datata 8 aprile 2019, si è occupata della determinazione del Valore di Rimborso (VR) dell'impianto al 31 dicembre 2017. In particolare, essa giunge ad affermare che l'impianto in questione abbia un VR pari ad Euro 175.343, come di seguito dettagliato:

CESPITE	Valore di Ricostruzione a Nuovo [€]	Degrado [€]	Valore Industriale Residuo [€]	Contributi Pubblici Valore Residuo [€]	Contributi Privati Valore Residuo [€]	Valore di Rimborso [€]
GDR E RETI	23.131	8.674	14.457			14.457
CONTATORI	166.767	18.474	148.293			148.293
CONCENTRATORI	13.992	1.399	12.593			12.593
TOTALE DA PERIZIA	203.890	28.547	175.343			175.343

Nonostante vi sia una differenza fra il valore netto contabile e quello determinato da Utiliteam, il sottoscritto perito ha ritenuto comunque di confermare il valore contabile di Euro 190.481 come valore del Patrimonio Netto Rettificato del Ramo in questione, per i seguenti motivi:

- la valutazione di Utiliteam è riferita al 31 dicembre 2017 e quindi non considera gli acquisti successivamente effettuati dalla Società, seppure esigui,
- vi sono delle differenze, anche se non rilevanti, fra le consistenze assunte a base della determinazione del Valore di Rimborso e quelle risultanti dalla contabilità di Isera e verificati dal perito,
- l'entità più significativa delle attività valutate è costituito da attrezzature il cui acquisto è stato fatto nel 2016; il sottoscritto perito ritiene che il costo sostenuto rappresenti in maniera più adeguata il costo di ricostruzione rispetto ad un "costo stimato" utilizzato da Utiliteam.

5.3 La determinazione del valore sulla base del risultato economico

In precedenza si è già detto come Isera e Comune abbiano già ottenuto da Utiliteam in data 21 febbraio 2019 anche una Relazione di stima del valore che può essere riconosciuto in tariffa per l'anno 2019. Il sottoscritto perito ha dunque analizzato:

La Relazione Utiliteam n. 19.3504.01 del 21.02.2019 sulla Stima del costo di capitale riconosciuto

in tariffa per il 2019 relativi agli impianti di distribuzione gas sia del Comune che a quelli di Isera;

Il Valore della RAB per il ramo d'azienda Isera, pari ad Euro 189.641, che come sopra indicato è questo un valore che il Gestore potrà recuperare con i ricavi consentiti dall'applicazione della tariffa.

I costi annualmente recuperabili in tariffa (per ammortamento e remunerazione del capitale), con riferimento ai soli beni costituenti immobilizzazioni materiali di Isera, che la suindicata Relazione accerta in Euro 28.964.

Il Sottoscritto perito ha quindi predisposto il Conto Economico normalizzato degli ultimi 2 esercizi e relativi alla gestione del *"Ramo aziendale gas"* allegato alla presente perizia (All.3). La limitazione a due soli esercizi (2017 e 2018) è conseguenza del significativo intervento di sostituzione di misuratori attuata nel 2016 con conseguente modifica dei costi da riconoscere in tariffa. Al fine di rendere confrontabili i dati, l'analisi è stata fatta limitandola all'Ebitda del Ramo.

Tenendo presente la ragionevole possibilità di un futuro conguaglio di tariffa sull'esercizio 2018, i risultati economici attesi sono in linea con i dati rilevati da Utiliteam.

Preso atto che il ramo in questione sarà oggetto di affidamento tramite il Bando che la Provincia affiderà, presumibilmente nel prossimo biennio, non risulta ragionevole la valutazione di un maggior valore per avviamento che non verrebbe comunque riconosciuto al nuovo gestore.

Questo consente di confermare il valore RAB determinato con riferimento al 31 dicembre 2018 da Utiliteam con perizia n. 19.3504.01 del 21 febbraio 2019.

VI) Conclusioni. Il valore del Ramo

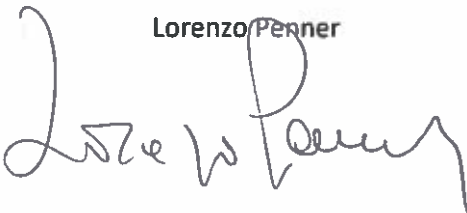
Si evidenzia il risultato raggiunto nella determinazione del Valore Economico del Ramo secondo il metodo Misto:

- | | |
|-----------------------------------|--------------|
| - Valorizzazione patrimoniale | Euro 190.481 |
| - Valorizzazione economica da RAB | Euro 189.641 |

ATTESTA

Che il valore dei beni oggetto di perizia ai fini della proposta di cessione con bando pubblico è determinabile in Euro 190.000.

Rovereto, 8 aprile 2019

Lorenzo Penner


VII) Allegati

Di seguito sono proposti gli allegati alla presente Relazione:

- Relazione di determinazione VR (Valore di Rimborso) redatta da Utiliteam S.r.l. (All. 1);
- Relazione di determinazione della RAB (Regulatory Asset Base) redatta da Utiliteam S.r.l. (All. 2);
- Conto Economico del *Ramo* per gli esercizi chiusi 2017 e 2018 (All. 3);