

Dott. Iacopo Conti



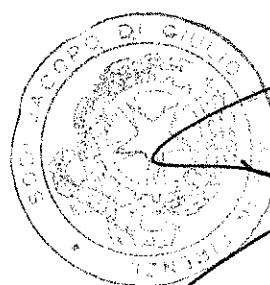
ORDINE
DEI DOTTORI COMMERCIALISTI
E DEGLI ESPERTI CONTABILI
DI FIRENZE

Relazione giurata di stima ai sensi dell'art. 2343 c.c.
per il conferimento n. 30.134.618 azioni
rappresentative del 20,6% del capitale sociale di
Toscana Energia S.p.A.

in

ALIA SERVIZI AMBIENTALI S.p.A.

Soggetto conferente:
COMUNE DI FIRENZE



Handwritten signature and scribbles in black ink, appearing to be the signature of the professional.

Premessa	1
1. Oggetto dell'incarico	1
2. Profilo della Società Toscana Energia S.p.A.	3
3. Documentazione esaminata	6
4. La normativa di settore nella distribuzione del gas naturale	7
4.1 Quadro normativo.....	7
4.2 I decreti ministeriali sulla distribuzione del gas, gli ambiti territoriali minimi e le proroghe delle date per l'avvio delle gare.....	8
5. Il Caso di specie e i Principi Italiani di Valutazione	11
5.1 Premessa.....	11
5.2 Natura e fonti delle informazioni.....	14
5.3 Informazione storica, corrente, prospettica.....	15
6. Metodologie di valutazione	16
7. Scelta dei criteri di valutazione	19
7.1 Il contesto competitivo di Toscana Energia S.p.A. Il mercato regolato.....	19
7.2 Il contesto competitivo di Toscana Energia S.p.A. Determinazione dei prezzi.....	20
7.3 Scelta dei metodi di valutazione Toscana Energia S.p.A.....	22
8. Valutazione con il metodo finanziario	24
8.1 Unlevered Discounted Cash Flow.....	25
8.1.1 Il tasso di attualizzazione.....	27
8.1.2 Costo del debito (K_d).....	28
8.1.3 Il costo del capitale proprio (K_e).....	28
8.1.4. Il Beta (β).....	29
8.1.5. Il premio per il rischio.....	31
8.2 Proiezioni economico-finanziaria nell'orizzonte previsionale.....	33
8.2.1 Conto Economico previsionale.....	33
8.2.2 Stato Patrimoniale previsionale.....	34
8.3.3 Rendiconto Finanziario previsionale.....	34
8.2.4 Stima dei flussi di cassa attesi nel periodo di proiezione esplicita.....	34
8.3 L'applicazione analitica del Metodo Finanziario al business plan 2022-2027.....	36
9. Metodo di controllo	42
9.1 Metodo dei multipli, considerazioni generali.....	42
9.2 Metodo dei multipli di mercato.....	44
9.2.1 Applicazione del metodo del multiplo di mercato.....	45
10. Assunzioni base nel processo valutativo e condizioni limitative	47
11. Le risultanze dei metodi di valutazione adottati	50
12. Conclusioni	50

Premessa

La Società di revisione Baker Tilly Revisa S.p.A. con sede legale in Via Carlo Alberto 32 – 10123 Torino p. iva 01213510017 iscritta al registro dei revisori legali al n. 15585 data Decreto Ministeriale 12/04/1995 e pubblicato in Gazzetta Ufficiale al n.31BIS del 21/04/1995 e il Dott. Iacopo Conti, nato a Firenze il 03/11/1974, Dottore Commercialista iscritto all'Albo dei Dottori Commercialisti ed Esperti contabili di Firenze al n. 1828/A, domiciliato in Firenze, Via Bonifacio Lupi 29, (d'ora in poi, congiuntamente, "Periti") hanno ricevuto incarico **(all. 1)**, in qualità di esperti professionali, dal Presidente del Tribunale di Firenze, di redigere, ai sensi dell'art. 2343 del Codice Civile, la relazione di stima nell'ambito del conferimento da parte del Comune di Firenze del 20,6% del capitale sociale di Toscana Energia S.p.A. in Alia servizi ambientali S.p.A. (di seguito, l'"Operazione").

La presente relazione rappresenta il risultato dell'assolvimento di detto incarico da parte dei sottoscritti periti, in piena e assoluta indipendenza rispetto a qualsivoglia soggetto direttamente o indirettamente interessato alla (o coinvolto nella) valutazione della suddetta Società.

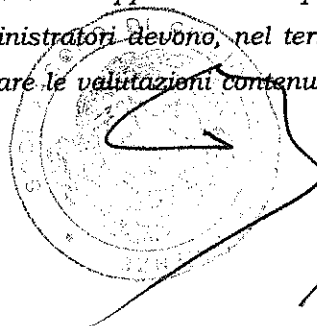
Si dichiara inoltre di non avere alcun interesse nella stima che siamo stati chiamati ad eseguire, né di occupare posizioni di conflitto che possano mettere in dubbio il suo grado di indipendenza e di obiettività in relazione alla stima stessa.

1. Oggetto dell'incarico

L'incarico ha per oggetto la stima del valore economico attribuibile all'intero patrimonio sociale di Toscana Energia S.p.A. quantificato sulla base della documentazione messa a disposizione dalla Società. È scopo della stima fornire una valutazione aggiornata e puntuale, alla data di riferimento del 30 giugno 2022, circa il valore prudenziale attribuibile al 100% del patrimonio sociale di Toscana Energia S.p.A. e del conseguente valore attribuibile al 20,6% del capitale sociale di Toscana Energia S.p.A. detenuto dal Comune di Firenze e oggetto di conferimento in Alia S.p.A.

L'art. 2343 del Codice Civile così recita:

"Chi conferisce beni in natura o crediti deve presentare la relazione giurata di un esperto designato dal tribunale nel cui circondario ha sede la società, contenente la descrizione dei beni o dei crediti conferiti, l'attestazione che il loro valore è almeno pari a quello ad essi attribuito ai fini della determinazione del capitale sociale e dell'eventuale soprapprezzo e i criteri di valutazione seguiti. La relazione deve essere allegata all'atto costitutivo. L'esperto risponde dei danni causati alla società, ai soci e ai terzi. Si applicano le disposizioni dell'articolo 64 del codice di procedura civile. Gli amministratori devono, nel termine di centottanta giorni dalla iscrizione della società, controllare le valutazioni contenute nella



relazione indicata nel primo comma e, se sussistano fondati motivi, devono procedere alla revisione della stima. Fino a quando le valutazioni non sono state controllate, le azioni corrispondenti ai conferimenti sono inalienabili e devono restare depositate presso la società.

Se risulta che il valore dei beni o dei crediti conferiti era inferiore di oltre un quinto a quello per cui avvenne il conferimento, la società deve proporzionalmente ridurre il capitale sociale, annullando le azioni che risultano scoperte. Tuttavia, il socio conferente può versare la differenza in danaro o recedere dalla società; il socio recedente ha diritto alla restituzione del conferimento, qualora sia possibile in tutto o in parte in natura. L'atto costitutivo può prevedere, salvo in ogni caso quanto disposto dal quinto comma dell'articolo 2346, che per effetto dell'annullamento delle azioni disposto nel presente comma si determini una loro diversa ripartizione tra i soci”.

Volendo sintetizzare, all'esperto estimatore è richiesta un'articolata analisi che deve seguire il seguente iter logico-argomentativo:

- a. la descrizione ed il valore dei singoli elementi attivi e passivi della società oggetto del conferimento, con accertamento del netto patrimoniale imputabile a capitale sociale;
- b. l'indicazione dei criteri di valutazione seguiti;
- c. l'attestazione che il valore del patrimonio netto determinato dall'esperto rispetti i minimi previsti dalla legge a seconda che il conferimento sia in S.r.l. o S.p.A.;
- d. l'accertamento che non abbiano luogo operazioni che possano determinare “annacquamento” del capitale sociale della Società conferitaria.

Si precisa che l'operazione di conferimento di cui oggetto di incarico, si inserisce all'interno di un più ampio progetto di aggregazione **(all.2)** che si articola nelle seguenti fasi, strettamente collegate ed interconnesse tra loro:

- a) la Fusione per incorporazione di Acqua Toscana S.p.A., Consiag S.p.A. e Publiservizi S.p.A. in Alia S.p.A. (la “Fusione”), da cui risulterà la creazione di un unico polo (multi-utility) per la gestione dei servizi locali nella Regione Toscana; e
- b) il conferimento nella Società Incorporante delle seguenti partecipazioni (i “Conferimenti”):
 - (i) n. 30.134.618 azioni rappresentative del 20,6% del capitale sociale di Toscana Energia S.p.A., detenute dal Comune di Firenze; nonché
 - (ii) n. 1.150.321 azioni rappresentative del 3,9% del capitale sociale di Publiacqua S.p.A., detenute dal Comune di Pistoia, o, nell'eventualità di esercizio della prelazione da parte degli altri soci, l'equivalente monetario di tale 3,9%.

In questo contesto, la redazione della presente relazione di stima si colloca nell'assolvimento dell'incarico previsto nell'art. 2343 c.c. così come previsto al precedente punto b) (i).

Differenti documenti peritali daranno seguito alle operazioni di cui al punto a) e b) (ii).

Tanto premesso, si precisa che i sottoscritti periti sono stati preliminarmente informati che la Società conferitaria ha la veste giuridica di Società per Azioni e che, pertanto, al caso di specie si rende applicabile il primo comma dell'art. 2343 del Codice Civile sopra illustrato; successivamente, gli scriventi sono stati informati che l'accertamento del valore economico della società Toscana Energia S.p.A. nel quadro della programmata operazione di conferimento in società di capitali, deve essere eseguito con riferimento alla situazione patrimoniale aggiornata al 30 giugno 2022, sulla base di proiezioni economico-patrimoniali rinvenienti da un business plan elaborato dal management della Società.

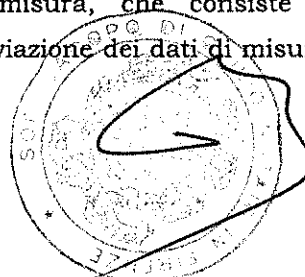
La presente relazione è valida solo in relazione ai dati ottenuti e non potrà essere utilizzata per motivi diversi ed in contesti diversi da quelli indicati allo scopo.

2. Profilo della Società Toscana Energia S.p.A.

La Società, con sede legale in Firenze Piazza Enrico Mattei nr 3, P. Iva e C.F. 05608890488, iscritta al registro delle imprese di Firenze al nr. 559993, ha un capitale sociale di euro 146.214.387, rappresentato da n. 146.214.387 azioni del valore nominale di euro 1 ciascuna. Toscana Energia S.p.A., è stata costituita a seguito della fusione di Fiorentina Gas e Toscana Gas; è il primo operatore nel settore della distribuzione del gas in Toscana e tra i maggiori a livello nazionale. La sua nascita è stata sancita il 24 gennaio 2006, con la firma dell'atto costitutivo sottoscritto da 90 Enti locali e dal partner industriale Italgas (Gruppo Eni).

Oggi Toscana Energia è una Società controllata da Italgas S.p.A. (50,66%), ed è partecipata per il residuo da enti locali o società che li rappresentano e che le hanno conferito, con un processo di aggregazione successivo, la proprietà e la gestione delle proprie reti e delle aziende che le gestivano. Toscana Energia è la principale società nella regione Toscana nel settore della distribuzione del gas naturale, ed è soggetta a regolazione da parte dell'Autorità di Regolazione per Energia Reti e Ambiente (di seguito anche Autorità o ARERA) che definisce sia le modalità di svolgimento del servizio sia le tariffe di distribuzione e misura.

Il servizio di distribuzione consiste nel trasporto del gas, attraverso reti di gasdotti locali, dai punti di consegna presso le cabine di riduzione e misura interconnesse con le reti di trasporto (city-gates) fino ai punti di riconsegna presso i clienti finali (famiglie, imprese, ecc.). Inoltre, Toscana Energia svolge l'attività di misura, che consiste nella determinazione, rilevazione, messa a disposizione e archiviazione dei dati di misura del



A handwritten signature, possibly "S.S.", written in black ink.

gas naturale prelevato sulle reti di distribuzione. Il servizio di distribuzione del gas è effettuato trasportando il gas per conto delle società di vendita autorizzate alla commercializzazione nei confronti dei clienti finali. Il rapporto tra le società di distribuzione e le società di vendita è regolato da un apposito documento, definito “Codice di Rete”, nel quale sono precisate le prestazioni svolte dal distributore: prestazioni principali (servizio di distribuzione del gas, gestione tecnica dell’impianto distributivo) e accessorie (esecuzione di nuovi impianti, attivazione, disattivazione, sospensione e riattivazione della fornitura ai clienti finali, verifica del gruppo di misura su richiesta dei clienti finali, ecc.).

L’attività di distribuzione gas è stata tradizionalmente svolta in regime di concessione tramite affidamento del servizio su base comunale. Nel 2011 sono stati adottati quattro decreti ministeriali di riforma della normativa che regola il settore. In particolare, con un apposito decreto sono stati istituiti 177 ambiti territoriali minimi pluri-comunali (ATEM) in base ai quali dovranno essere, necessariamente, assegnate le nuove concessioni.

Alla data del 31 dicembre 2021 i Comuni in gestione da Toscana Energia S.p.A. erano 101 (invariato rispetto al precedente esercizio), smart meters domestici a 814.474, i dipendenti 377, 8.020 km di tubazione gas e 1.102 milioni di metri cubi di gas distribuito annualmente.

Di seguito si evidenziano gli organi sociali di Toscana Energia S.p.A. in essere alla data del presente elaborato:

Consiglio di Amministrazione	
Carica	Nome e Cognome
Presidente	Federico Lovadina
Vicepresidente	Giulia Pippucci
Amministratore Delegato	Bruno Burigana
Consigliere	Gianfranco Maria Amoroso
Consigliere	Mauro Bacci
Consigliere	Nunziangelo Ferrulli
Consigliere	Chiara Ganz
Consigliere	Carlo Iacoviello
Consigliere	Raffaella Marcuccio
Consigliere	Irene Sorani
Consigliere	Valeria Vignolo

Collegio Sindacale	
Carica	Nome e Cognome
Presidente	Antonio Nazaro
Sindaco Effettivo	Leo Amato
Sindaco Effettivo	Paola Simonelli
Sindaco supplente	Alessandra de Rossi

Sindaco supplente	Laura Raselli
-------------------	---------------

La Società di Revisione incaricata per la revisione del bilancio è Deloitte & Touche S.p.A., nominata dall'assemblea dei soci in data 11 maggio 2020 per gli esercizi 2020, 2021 e 2022.

Di seguito vengono evidenziati i principali highlights economici, patrimoniali e operativi relativi all'esercizio 2021 raffrontato con il 2020.

PRINCIPALI DATI ECONOMICI		
Milioni di €	2020*	2021
Ricavi totali	148.367	139.001
Costi operativi	42.865	35.326
EBITDA (o MOL)	105.502	103.675
Utile Operativo (EBIT)	63.425	59.297
Utile Operativo adj. (EBIT adj.)	57.740	59.297
Utile netto	49.270	40.552
Utile netto adjusted	39.224	40.552

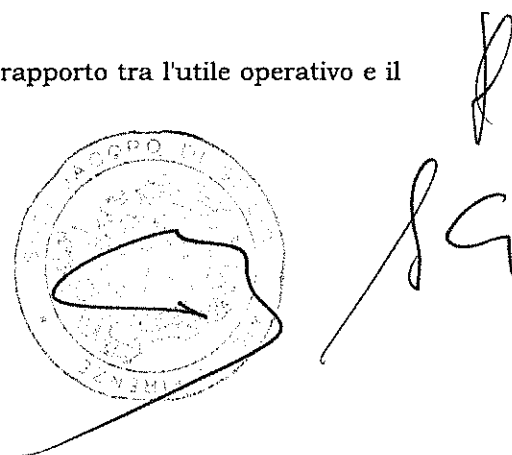
(*) La società, al 31 dicembre 2021, ha classificato tra i costi operativi gli oneri relativi alle verifiche periodiche ex lege dei dispositivi di conversione dei misuratori installati nei punti di riconsegna. Al fine di garantire la comparabilità delle voci di conto economico, al 31 dicembre 2020 sono stati rettificati le voci relative ai Costi Operativi (+279 mila euro), agli Ammortamenti e Svalutazioni (-196 mila euro) e Imposte sul reddito (+24 mila euro).

PRINCIPALI DATI PATRIMONIALI E FINANZIARI		
Milioni di €	2020	2021
Investimenti totali	57.780	66.999
Capitale Investito Netto	844.991	883.205
Patrimonio Netto	422.398	423.552
Indebitamento Finanziario Netto	422.593	459.653
Free Cash Flow	34.370	2.464

PRINCIPALI INDICATORI REDDITUALI E FINANZIARI		
	2020	2021
Utile netto per azione (euro)	0,34	0,28
ROE*	11,7%	9,6%
ROI**	7,5%	6,7%
ROE Adjusted	9,3%	9,6%
ROI Adjusted	6,8%	7,0%

* il Return on Equity (ROE) è stato determinato come il rapporto tra l'utile netto e il patrimonio netto di fine periodo

** il Return on Investment (ROI) è stato determinato come rapporto tra l'utile operativo e il capitale investito netto di fine periodo



PRINCIPALI DATI OPERATIVI		
	2020	2021
Vettoriamento gas (Mmc)	1.052	1.102
Dipendenti in Forza (n.)	380	377
Rete gas in gestione (km) (*)	7.973	8.018
Concessioni distribuzione gas (n.)	101	101

3. Documentazione esaminata

Per la valutazione è stata esaminata la seguente documentazione:

- A) notizie storiche della Società e documentazione contrattuale:
- visura CCIAA;
 - bilancio approvato dall'assemblea al 30 giugno 2022 **(all.3)**;
 - relazione sulla gestione al 30 giugno 2022 **(all.3)**;
 - relazione semestrale al 30 giugno 2022, presentata al C.d.A. il 21 luglio 2022;
 - bilancio 2021 e nota integrativa;
 - relazione sulla gestione 2021;
 - relazione del collegio Sindacale al bilancio 2021, emessa il 30 marzo 2022;
 - relazione della società di revisione Deloitte & Touche S.p.A 2021, emessa il 29 marzo 2022;
 - bilancio 2020 e nota integrativa;
 - relazione sulla gestione 2020;
 - relazione del collegio Sindacale al bilancio 2020, emessa il 25 marzo 2021;
 - relazione della società di revisione Deloitte & Touche S.p.A 2020, emessa il 24 marzo 2021;
 - bilancio 2019 e nota integrativa;
 - relazione sulla gestione 2019;
 - relazione del collegio Sindacale al bilancio 2019, emessa il 24 aprile 2020;
 - relazione della società di revisione PricewaterhouseCoopers S.p.A 2019, emessa il 24 aprile 2020;
- B) piani ed analisi di mercato:
- Business Plan con prospetti previsionali, di conto economico, stato patrimoniale e rendiconto finanziario e relativi allegati ed appendici **(all.4)**;
- C) documentazione inerente alla fusione:

- Progetto di fusione;
- Relazioni degli Amministratori;
- Documento di valutazione;
- verbali dei Consigli di Amministrazione delle Società coinvolte al 28-29 aprile 2022 relativi alle deliberazioni assunte in merito al Progetto di Fusione;
- Protocollo d'Intesa Alia-Consiag-Publiservizi, sottoscritto in data 22 aprile 2021;
- sintesi del progetto Multiutility;
- dossier di valutazione del progetto, sottoscritto dal Presidente e dall'Amministratore Delegato di Alia S.p.A. in data 29 aprile 2022;
- elementi contabili e statistici, nonché informazioni e documenti integrativi ritenuti utili ai fini della presente relazione.

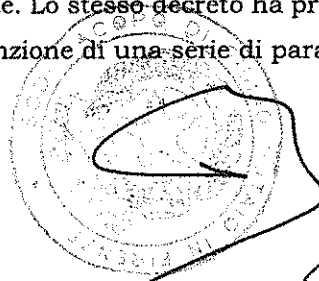
Si è avuto altresì accesso ad informazioni generali riguardanti la Società, quali, ad esempio, la sua "storia", la sua attività, le caratteristiche del settore nel quale ha operato ed opera, nonché dell'ambito competitivo passato ed attuale. In ogni caso, oltre ai documenti sopracitati, di volta in volta sono stati chiesti, se ritenuto necessario, ulteriori chiarimenti ed informazioni direttamente al management della Società.

Inoltre, in virtù del Protocollo d'Intesa, sottoscritto tra le società partecipanti alla Fusione di cui sopra e, qualora ritenuto opportuno dai sottoscritti periti, è stato interpellato il management di Alia S.p.A., con cui sono stati svolti incontri e discussioni nella misura necessaria per il raggiungimento delle finalità dell'incarico conferitoci.

4. La normativa di settore nella distribuzione del gas naturale

4.1 Quadro normativo

La distribuzione locale del gas è definita dalla direttiva 30/98/UE (norme comuni per il mercato interno del gas naturale) come l'attività di "trasporto del gas naturale attraverso reti di gasdotti locali o regionali per la consegna ai clienti". Il cd. "decreto Letta" D. Lgs. 164/2000, emanato in attuazione di questa direttiva, ha effettuato la scelta della gara pubblica, bandita anche in forma aggregata fra gli Enti locali concedenti, come unica forma di assegnazione del servizio di distribuzione del gas. Non essendo economicamente sostenibile la duplicazione delle infrastrutture, la distribuzione locale viene infatti trattata come un "monopolio naturale". L'impossibilità della competizione ex post (nel mercato) viene dunque compensata attraverso l'introduzione di forme di competizione ex ante. Lo stesso decreto ha previsto una cessazione anticipata delle concessioni previgenti, in funzione di una serie di parametri tesi



Handwritten signature and a vertical arrow pointing upwards.

ad aggregare i distributori esistenti, secondo termini di scadenza che, anche in funzione di modifiche normative successive, sono divenuti più lunghi dei cinque anni iniziali.

La maggior parte delle concessioni previgenti al D. Lgs. n.164 del 2000 aveva un termine di scadenza tra il 2009 e il 2012. L'aggregazione dei distributori va letta nell'ottica dello sfruttamento delle economie di scala. In particolare, il "decreto Letta" ha previsto all'art. 14 che l'affidamento del servizio pubblico di distribuzione del gas debba avvenire esclusivamente mediante gara per periodi non superiori a dodici anni. La gara deve svolgersi decorso il "periodo transitorio" disciplinato dal successivo art. 15. Cessano quindi le gestioni comunali dirette ("in economia" o a mezzo di aziende speciali) per le quali è stabilito (art. 15, commi 1-3) l'obbligo di trasformarsi in società di capitali. Gli enti locali, dunque, devono affidare la gestione del servizio solamente a mezzo gara.

Il Ministero dello sviluppo economico ha rilevato che le centinaia di gare che hanno avuto luogo nel trascorso decennio, per scadenza naturale delle concessioni più antiche, sono state prevalentemente basate, in assenza di criteri prestabiliti, sul massimo canone offerto ed hanno comportato numerosi contenziosi, in particolare per quanto riguarda il valore di rimborso della rete da corrispondere al gestore uscente.

Con la progressiva riduzione delle risorse statali a disposizione, il finanziamento pubblico delle opere di infrastrutturazione della rete si è sostanzialmente ridotto, per cui alle nuove gestioni spetta anche il compito di assicurare impegnativi investimenti in manutenzione e sostituzione di molte reti di distribuzione che hanno raggiunto un tasso elevato di obsolescenza, dato l'ormai pluridecennale sviluppo della metanizzazione italiana, nonché completare la metanizzazione del territorio, in particolare nel Mezzogiorno.

Purtuttavia, al riguardo, l'Autorità garante della concorrenza ed il mercato ha rilevato l'opportunità di valutare interventi modificativi della norma, che consente una maggior durata (rispetto ai dodici anni contemplati dal sopra citato D. Lgs. n. 164/2000) delle concessioni di distribuzione in zone interessate da lavori di metanizzazione (art. 23, co.4, seconda parte del D.L. n. 273/2005) (cfr. segnalazione inviata il 30 giugno 2016, al Parlamento e al Governo). Quanto al periodo previsto dal legislatore per l'indizione delle gare, l'Autorità garante per la concorrenza ed il mercato ha inviato un'ulteriore segnalazione al Parlamento e al Governo, l'11 marzo 2016, circa le consistenti e ripetute proroghe delle date di effettuazione delle gare stesse, evidenziando le gravi ripercussioni di tali interventi posticipatori in termini di mancata attribuzione agli utenti finali dei benefici derivanti dalla concorrenza tra gli operatori.

4.2 I decreti ministeriali sulla distribuzione del gas, gli ambiti territoriali minimi e le proroghe delle date per l'avvio delle gare.

Il legislatore con il D.L. 01 ottobre 2007, n. 159 (articolo 46-bis), poi modificato con la legge 23 luglio 2009, n.99, ha affidato ai Ministri dello sviluppo economico e per i rapporti

regionali, il compito di emanare un decreto che definisca gli ambiti territoriali minimi per lo svolgimento delle gare per l'affidamento del servizio di distribuzione del gas, e un decreto che individui i criteri di gara e di valutazione delle offerte.

Sulle gare per la distribuzione del gas naturale sono stati emanati i seguenti decreti e regolamenti:

- il "Decreto Ambiti" (Decreto ministeriale 19 gennaio 2011), strutturato per ottenere un riassetto delle concessioni da cui conseguirà una sensibile riduzione degli operatori attivi. Sono stati previsti 177 ambiti (che sono gli insiemi minimi di comuni i cui impianti dovranno essere gestiti da un unico soggetto);
- il "Decreto Tutela" (Decreto ministeriale 21 aprile 2011), emanato dal Ministero dello Sviluppo economico e dal Ministero del Lavoro e delle politiche sociali, che riguarda la salvaguardia dell'occupazione nelle società di distribuzione del gas;
- il "Decreto Comuni" (Decreto ministeriale 18 ottobre 2011), che definisce i confini territoriali dei 177 ambiti per lo svolgimento delle gare per l'affidamento del servizio di distribuzione del gas;
- il "Regolamento Criteri" (Decreto Ministeriale 12 novembre 2011, n. 226), che completa le norme relative all'indizione delle Gare di Ambito per la distribuzione del gas, disciplinate secondo criteri stabiliti per legge e omogenei (idonei a regolamentare il calcolo del valore di riscatto, gli oneri in capo all'aggiudicatario, i criteri di aggiudicazione, il contratto di servizio ecc.);
- il "Regolamento correttivo del Regolamento Criteri" (Decreto Ministeriale 20 maggio 2015, n. 106), che introduce modifiche al precedente DM n. 226/2011 per renderlo congruente con le novità legislative intervenute dopo la sua emanazione e con la regolazione del IV periodo tariffario (2014-2019), definisce le modalità operative da seguire per il rispetto del criterio di gara relativo agli interventi di efficienza energetica nell'ambito. Inoltre, esplicita i chiarimenti all'art. 5 sul calcolo del valore di rimborso già forniti con le Linee Guida su criteri e modalità applicative per la valutazione del valore di rimborso degli impianti di distribuzione del gas naturale (D.M. 22 maggio 2014).

Lo schema di contratto di servizio tipo relativo all'attività di distribuzione di gas naturale è stato approvato con decreto del Ministero dello sviluppo economico 5 febbraio 2013 e ss. modifiche. I 177 Ambiti Territoriali Minimi (ATEM) sono ciascuno oggetto di gara unica e nel singolo ambito, le reti sono gestite da un unico operatore, a cui verrà trasferita la proprietà degli impianti, previa corresponsione ai gestori uscenti del loro valore di rimborso, da determinarsi ai sensi dell'articolo 15, comma 5 del D. Lgs. n. 164/2000, e secondo quanto stabilito dagli artt. 5 e 6 del Decreto Ministeriale 12 novembre 2011 n. 226, e successive modifiche, il quale ha fissato anche le modalità e i termini entro cui dare avvio ai procedimenti.



All'indomani dell'emanazione dei decreti ministeriali, si era creata una situazione di stallo che ritardava l'avvio delle gare. Per imprimere una accelerazione, il D.L. 69/2013 è intervenuto per stabilire un termine perentorio per la selezione della stazione appaltante. Il suddetto Decreto-legge (art. 4, commi 2 e 4) ha attribuito alle Regioni (o in caso di inerzia delle Regioni al Ministero dello Sviluppo Economico) un potere sostitutivo sugli enti locali, qualora questi non provvedessero a nominare la stazione appaltante o a indire il bando di gara entro i termini previsti. Inoltre l'art. 4, comma 5, ha fissato una forma di penalizzazione economica per gli enti locali nei casi di mancato rispetto da parte degli stessi dei termini per la scelta della stazione appaltante, disponendo che il 20% degli oneri che il gestore corrispondeva annualmente agli Enti locali come quota parte della remunerazione del capitale, fosse versato dal concessionario subentrante, con modalità stabilite dall'Autorità per l'energia elettrica e il gas (ora ARERA), in uno specifico capitolo della Cassa per i servizi energetici ed ambientali (ora CSEA) per essere destinati alla riduzione delle tariffe di distribuzione dell'ambito corrispondente.

Si ricorda che il "D.M. Criteri" definisce "stazione appaltante" il soggetto che, su delega degli Enti locali concedenti appartenenti all'ambito, ha la responsabilità di bandire, gestire e aggiudicare la gara di affidamento del servizio di distribuzione in tutti i Comuni dell'ambito. Quanto al soggetto che dovrà gestire la gara, lo stesso "D.M. criteri" dispone che gli Enti locali concedenti appartenenti a ciascun ambito, demandano al Comune capoluogo di provincia, il ruolo di stazione appaltante per la gestione della gara per l'affidamento del servizio di distribuzione del gas naturale in forma associata secondo la normativa vigente in materia, ferma restando la possibilità di demandare in alternativa tale ruolo a una società di patrimonio delle reti, ove presente. Nel caso in cui il Comune capoluogo di provincia non appartenga all'ambito, i sopra citati Enti locali individuano un Comune capofila, o la Provincia, o un altro soggetto già istituito, quale una società di patrimonio delle reti, al quale demandare il ruolo di stazione appaltante.

Infine, tenuto conto della loro recente approvazione, si sono tenute altresì in considerazione le seguenti Delibere:

- Delibere n. 154/2022/R/gas e 155/2022/R/gas relative rispettivamente alle determinazioni delle tariffe di riferimento definitive per i servizi di distribuzione e misura del gas per l'anno 2021, calcolate sulla base dei dati patrimoniali consuntivi relativi all'anno 2020, e alla rideterminazione delle tariffe di riferimento per i servizi di distribuzione e misura del gas, per gli anni dal 2016 al 2020;
- Delibera n. 194/2022/R/gas con cui vengono determinate le tariffe di riferimento provvisorie per i servizi di distribuzione e misura del gas per l'anno 2022, sulla base dei dati patrimoniali preconsuntivi relativi all'anno 2021, ai sensi dell'art. 3, comma 2, della RTDG;
- Delibera 282/2022/R/gas con cui viene aggiornato, con validità per il triennio 2019-2021 e per il triennio 2022-2025, il tasso di interesse da applicare per la

determinazione del rimborso ai gestori uscenti degli importi per la copertura degli oneri di gara. In particolare, l'ARERA prevede che sia applicato, sia per gli anni 2019-2021, che per gli anni 2022-2025, un tasso di interesse pari al costo del capitale di debito in termini nominali post tasse, determinato in coerenza con le disposizioni del TIWACC 2022-2027, pari al 3,59%;

- Delibera n. 292/2022/R/efr che determina:
 - o il contributo tariffario unitario da riconoscere ai distributori, nell'ambito del meccanismo dei titoli di efficienza energetica per l'anno d'obbligo 2021, pari a 250,00 €/;
 - o il corrispettivo addizionale unitario di cui alla delibera 270/2020/R/efr, per l'anno d'obbligo 2021, pari a 3,44 €/TEE.

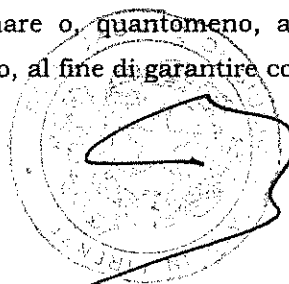
5. Il Caso di specie e i Principi Italiani di Valutazione

5.1 Premessa

Come noto i Principi Italiani di Valutazione (PIV) sono stati emanati dall'Organismo Italiano di Valutazione (OIV) in versione definitiva il 1° luglio 2015, e sono entrati in vigore il 1° gennaio 2016. Questi principi sono il frutto di un intenso lavoro di allineamento e condivisione della fondazione OIV con l'*International Valuation Standards Council* (IVSC), con l'intento di creare rapporti di maggior fiducia nel lavoro degli esperti professionisti chiamati in innumerevoli situazioni, volontarie o legali, a fornire un parere valutativo, cercando di definire il più precisamente possibile il processo valutativo. L'emanazione dei Principi Italiani di Valutazione (PIV) da parte dell'Organismo Italiano di Valutazione (OIV), viene quindi incontro alla necessità di fornire agli utilizzatori, un metodo di lavoro che possa rendere le valutazioni più affidabili e trasparenti. I nuovi *standard* vogliono essere di supporto agli esperti a vantaggio di una maggiore chiarezza ed uniformità nelle scelte metodologiche e nei risultati delle valutazioni.

Pur premettendo e sottolineando che, essendo la loro adozione facoltativa, i sottoscritti periti hanno ritenuto di non utilizzare nella loro interezza i Principi Italiani di Valutazione, occorre precisare che ci si è ispirati ai postulati ivi contenuti ove siano stati ritenuti di aiuto al fine della trasparenza e della chiarezza del lavoro svolto. A tale fine, si è fatto ricorso alle linee guida dei principi di valutazione, in particolare a quelle emanate in merito alle c.d. valutazioni legali.

Come indicato nel paragrafo IV.2, le valutazioni legali sono le "*valutazioni disciplinate dal Codice civile, per le quali i valori oggetto di stima sono in certa misura convenzionali*". Il primo aspetto da considerare riguarda la definizione di "valore", che, nella usuale adozione del legislatore riferisce ad una quantificazione basata su principi di razionalità economica. In questo campo, quindi, si dovrebbe tendere ad eliminare o, quantomeno, a ridurre, le diversità interpretative dello specifico disposto normativo, al fine di garantire correttezza ed



A large, stylized handwritten signature is written on the right side of the page, extending from the bottom towards the middle.

equità di “valore”, poiché l’obiettivo delle valutazioni legali è principalmente quello di tutelare soci e *stakeholder*.

Per questa ragione, le valutazioni compiute devono essere ripercorribili nelle scelte compiute (in termini di *assumptions*, di unità di valutazione, di configurazione di valore, di criteri di valutazione adottati) e nei loro limiti (in termini di supporti informativi o di evidenze esterne).

L’unità di valutazione di riferimento imposta nei PIV (IV.5), nel caso di valutazioni a fini di conferimento, è rappresentata dall’azienda nel suo complesso. Sotto il profilo della sostanza economica, i conferimenti possono essere distinti in due principali categorie in relazione alle caratteristiche della Società beneficiaria:

- 1) conferimenti a favore di una conferitaria neocostituita;
- 2) conferimenti a favore di una conferitaria già operativa.

In entrambi i casi, la valutazione di conferimento è finalizzata a garantire i creditori e i terzi dell’effettiva sussistenza del capitale della conferitaria. Tuttavia, nel caso di conferitaria già operativa, il conferimento richiede che nella valutazione sia garantito anche un equilibrio negoziale fra valore del conferimento e valore delle nuove azioni emesse a servizio del conferimento, del tutto simile a quello che si realizza nel caso delle fusioni.

La valutazione non può considerare comunque valori potenziali, ma solo valori in atto. Sotto il profilo logico, la garanzia nei confronti dei creditori e dei terzi si fonda sul fatto che il valore di ciò che è stato conferito non sia superiore al suo valore normale. Ed in effetti il legislatore nell’art. 2343-ter, comma 2, lettera a) richiama la possibilità di evitare una relazione di stima quando il conferimento avviene ad un valore pari o inferiore al fair value degli stessi beni iscritto nel bilancio (purché soggetto a revisione) dell’esercizio precedente. Il fair value ai fini contabili è definito dall’IFRS 13 come un prezzo di cessione (*exit price*). Il legislatore fa obbligo agli amministratori di controllare che tale valore non abbia subito variazioni.

Sotto il profilo valutativo è importante anche distinguere fra conferimenti che hanno per oggetto un insieme (non organizzato) di beni o piuttosto un’azienda o un ramo di azienda. La principale differenza fra singoli beni e aziende (o rami) attiene al fatto che solo a queste ultime/i può essere eventualmente associato avviamento. Nel caso di conferimento di un insieme organizzato di beni bisogna poi distinguere fra conferimenti di aziende e conferimenti di rami d’azienda. La principale differenza in questi casi attiene al fatto che nel caso di conferimento di azienda l’esperto normalmente dispone d’informazione storica in merito alle performance (conto economico) del compendio conferito, mentre nel caso di rami spesso questa informazione non è disponibile. Inoltre, nel caso del conferimento dei rami è spesso necessario anche normalizzare il reddito atteso del perimetro conferito, quando il ramo è un segmento operativo di un’azienda preesistente, modificando l’aspetto patrimoniale, aggiungendo o togliendo alcune attività o passività in sede di formazione dell’apporto, oppure l’aspetto gestionale, aggiungendo o togliendo prodotti, mercati, clienti, know-how, ecc.

L'unità di valutazione (IV 5.1) nel caso di valutazioni a fini di conferimento è rappresentata dai beni oggetto di conferimento. L'esperto è chiamato a verificare preliminarmente se si tratta di un complesso di beni organizzato (azienda o ramo d'azienda) oppure non organizzato. Nel caso di conferimenti di rami di azienda deve verificare l'autonomia di reddito del ramo.

Nel valutare se il complesso dei beni che definisce un apporto è un'azienda o un ramo d'azienda (complesso organizzato di beni), l'esperto deve verificare l'esistenza di beni e processi preordinati per la generazione di benefici futuri da parte di un partecipante al mercato.

Nell'apprezzamento dell'autonoma capacità di reddito di un ramo, l'esperto deve considerare se l'assenza di talune attività o processi, può essere integrata dalla beneficiaria direttamente (con le attività di cui già dispone) o indirettamente (facendo ricorso al mercato).

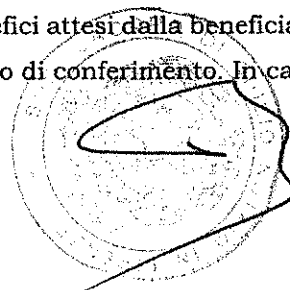
La configurazione di valore nel caso delle valutazioni ai fini di conferimento (IV 5.2) è rappresentata dal valore normale di mercato dei beni. Nel caso di conferimento di aziende o di rami di azienda, il valore del conferimento è normalmente rappresentato dal minore fra il valore intrinseco e il valore normale di mercato dei beni conferiti. In casi particolari, l'esperto potrà adottare anche più di una configurazione di valore, che tenga conto della logica dell'operazione di conferimento nel più ampio contesto dell'operazione acquisitiva.

Finalità della stima è identificare il valore dei beni conferiti, come riconoscibile dal mercato (a tutela dei creditori e dei terzi) in condizioni normali. Deve essere un valore di mercato dotato di una certa stabilità. Il valore normale di mercato è definito dal principio I.6.12.

Il valore normale di mercato differisce dal valore intrinseco. Il valore normale assume la prospettiva del massimo e miglior uso (*highest and best use*) dell'attività da parte del partecipante al mercato, mentre il valore intrinseco assume la prospettiva dello specifico soggetto che detiene l'attività da conferire e non necessariamente esprime l'*highest and best use*. Il valore di conferimento normalmente coincide con il minore tra il valore intrinseco ed il valore di mercato (è cioè il valore recuperabile più certo delle attività conferite).

Nel caso di conferimenti a beneficiarie già operative, la stessa configurazione di valore dovrebbe essere adottata per la stima del prezzo di offerta delle azioni, per garantire la necessaria congruità fra le valutazioni (di conferimento e di emissioni di azioni con esclusione del diritto di opzione). In casi particolari, per ragioni di sostanza economica che l'esperto deve chiarire, si può far riferimento ad una diversa configurazione di valore (rispetto al minore fra il valore intrinseco ed il valore normale di mercato), ma garantendo sempre la tutela dei creditori e dei terzi.

Il valore a fini conferimento deve esprimere il valore dei beni conferiti nelle loro condizioni correnti (al netto delle risorse eventualmente necessarie a renderli idonei a un'autonoma generazione di reddito) e normalmente non riflette i benefici attesi dalla beneficiaria a seguito della gestione integrata dei propri beni con quelli oggetto di conferimento. In casi particolari



[Handwritten signature]

in cui si abbiano conferimenti di beni o rami aziendali strettamente complementari, il loro valore può riflettere i benefici attesi dalla beneficiaria a seguito della gestione integrata dei propri beni con quelli oggetto di conferimento (IV.5.3).

Le valutazioni a fini di conferimento, in operazioni prive di sostanza economica, non considerano i benefici attesi dalla beneficiaria a seguito del conferimento, in quanto tali benefici sono solo potenziali e non esprimono valori in atto.

In casi particolari, per ragioni di sostanza economica, l'esperto può considerare i benefici attesi dalla gestione integrata dei beni conferiti, ma garantendo comunque la tutela dei creditori e dei terzi.

Nei casi particolari di conferimenti di rami o aziende da parte di gruppi o società in difficoltà che si caratterizzano per un profilo di assorbimento di cassa e di redditività corrente inadeguata, particolare attenzione deve essere prestata alle proiezioni reddituali e ai profili di rischio. (IV.5.4).

Quando il complesso di beni trasferiti costituisce un'azienda o un ramo di azienda caratterizzato da una redditività corrente, ancora inadeguata, particolare attenzione deve essere prestata nella ricostruzione della capacità di reddito a regime del compendio conferito ai profili di rischio.

5.2 Natura e fonti delle informazioni

Nell'espletamento del proprio incarico, gli esperti, utilizzeranno tutte le informazioni che riterranno opportune in funzione dell'oggetto e della finalità dell'incarico, nonché della configurazione di valore adottata. Avranno facoltà di richiedere all'organo amministrativo aziendale documentazione sia contabile che extracontabile, di natura storica, corrente e prospettica.

Gli esperti non si assumeranno alcuna responsabilità riguardo l'affidabilità, completezza e veridicità dei dati che gli verranno forniti dal committente, in quanto, l'incarico non prevede la predisposizione né di attività di audit contabile né di due diligence.

Per quanto riguarda l'informazione prospettica, la società committente, rimarrà unica responsabile della veridicità delle informazioni, in quanto, l'attività che svolgerà l'esperto non è da intendersi in nessun caso come un'attestazione del tipo ISEA 3400, così come stabilito dal PIV III.1.24.

Nell'espletamento dell'incarico gli esperti provvederanno direttamente alla raccolta delle informazioni di natura pubblica ed esterna, in particolare quelle riguardanti il contesto economico, il settore, il mercato finanziario (eventuali società confrontabili). Le fonti di tali informazioni verranno documentate dall'esperto all'interno della relazione di stima.

5.3 Informazione storica, corrente, prospettica

Dal punto vista temporale la base informativa può essere storica, corrente o prospettica. Maggiore è l'uso di tutte queste tre tipologie di informazioni e maggiore sarà il grado di affidabilità della valutazione. Nel caso di valutazione di azienda, per esempio è necessario analizzare informazioni storiche (bilanci di esercizio degli ultimi tre anni, atto costitutivo, visura storica, atti inerenti operazioni straordinarie, documenti inerenti alla proprietà del marchio, ecc.), correnti (bilanci di verifica) e prospettiche (budget o piani industriali).

A seconda delle circostanze, una o più tipologie di informazioni possono non essere disponibili o significative. In questi casi, l'esperto dovrà motivare le ragioni dell'esclusione o della mancanza delle informazioni e cercare maggiori riscontri obiettivi da quelle disponibili. Particolare attenzione deve quindi essere posta all'informazione prospettica, più difficilmente verificabile rispetto al dato storico, in quanto fondata su ipotesi (*assumptions*) relative ad eventi futuri. Le ipotesi si fondano su una combinazione di informazioni disponibili e di giudizi professionali: a prescindere dalla tipologia di incarico queste devono essere ragionevoli e adeguatamente giustificate.

Nel dettaglio il principio I.5.6. individua le seguenti fattispecie di ipotesi:

- condizioni ipotetiche (*hypothetical assumptions*);
- ipotesi speciali (*special assumptions*),
- ipotesi rilevanti (*key assumptions*);
- ipotesi sensibili (*sensitive assumptions*).

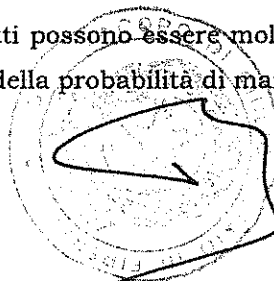
Le **condizioni ipotetiche** sono ipotesi riferite a eventi, circostanze o azioni che non è detto che si realizzino, ma che sono coerenti con l'obiettivo della stima. Ad esempio, ad un esperto può essere chiesto di stimare il valore che assumerebbe l'azienda in virtù di un futuro investimento o di futuro aumento di capitale, evento del quale non si ha la certezza dell'effettiva realizzazione. Di fronte a condizioni ipotetiche l'esperto deve verificare sostanzialmente se l'ipotesi "sta in piedi", vale a dire verificare che non sia irragionevole o incoerente con la valutazione demandata.

Le **ipotesi speciali** sono le ipotesi che riguardano specifici operatori e che un normale operatore di mercato non formulerebbe alla data di valutazione, come ad esempio l'anticipazione di una destinazione d'uso di un terreno. Le ipotesi speciali devono essere sempre esplicitate dal perito e non possono essere utilizzate nelle valutazioni legali.

Le **ipotesi rilevanti** sono quelle che hanno un peso elevato sul risultato finale.

Le ipotesi sensibili sono una sottocategoria delle ipotesi rilevanti: sono ipotesi caratterizzate da una elevata volatilità e che hanno un effetto rilevante sul risultato finale.

In linea generale, in presenza di eventi futuri i cui impatti possono essere molto rilevanti, ma per i quali è difficile effettuare una ragionevole stima della probabilità di manifestazione



e/o degli impatti e/o della data di manifestazione, è opportuno che l'incarico di stima preveda in modo esplicito se l'esperto debba considerare o meno detti eventi. In questi casi, l'esperto è chiamato ad esplicitare in modo chiaro se ha considerato le probabilità di manifestazione di tali eventi o se li ha considerati come realizzati o non realizzati.

Con riferimento alle diverse tipologie di incarico è possibile fare ulteriori considerazioni. Nel caso di valutazione, l'esperto dovrà necessariamente analizzare e comprendere le ipotesi sottostanti le previsioni ed evidenziare quali siano i fattori di rischio (in particolare con riferimento alle *hypothetical assumptions*). Nel caso di piani strategici o budget forniti dal committente, l'esperto, ancorché non sia obbligato ad effettuare una vera e propria *due diligence*, è comunque chiamato a valutare la ragionevolezza e la fondatezza di tali documenti, ad esempio, con riferimento ai tassi di crescita o agli obiettivi economici ivi previsti. I dati previsionali non possono, pertanto, essere considerati di per sé corretti se non dopo un'attenta valutazione delle ipotesi e del contesto economico a cui fanno riferimento. L'analiticità del piano industriale deve essere quindi tale da consentire al perito di formulare un giudizio di ragionevolezza. Il principio I.5.5 suggerisce alcuni correttivi da apportare nei casi in cui la complessità dell'azienda e del contesto competitivo determini una significativa incertezza delle previsioni, consistenti, ad esempio, nel limitare il peso dell'informazione prospettica oppure ridurre l'orizzonte temporale di previsione.

6. Metodologie di valutazione

La valutazione del valore economico attribuibile a Toscana Energia S.p.A. non può che prendere le mosse dalla scelta del metodo di stima ritenuto più idoneo al caso oggetto di analisi. Detta scelta deve essere necessariamente effettuata in coerenza con le finalità della presente perizia e, pertanto, non può che ricadere su un metodo che rispetti i noti requisiti di razionalità, obiettività ed equità.

A tale proposito, si deve premettere che:

- non esistono formule o regole definite cui attenersi per effettuare valutazioni di società, aziende o di parti di esse: come già delineato, la dottrina e la prassi professionale, nel tempo, hanno sviluppato criteri (e metodologie) che riscontrano generale accettazione presso gli operatori; questi criteri, per quanto corretti sotto un profilo concettuale, si differenziano tra loro poiché enfatizzano aspetti diversi dell'impresa da valutare, con diverse peculiarità e problematicità in fase di applicazione pratica, a loro volta inevitabilmente correlate alla identificazione delle determinanti essenziali del processo valutativo;
- la società o l'azienda rappresenta un fenomeno contrassegnato dall'azione di molteplici fattori, complessivamente destinati al raggiungimento di un determinato fine e, come tale, non può essere valutata individuando la semplice somma del valore contabile dei singoli beni patrimoniali che la compongono. Pertanto, i criteri di

valutazione (e, all'interno di questi, i metodi di valutazione) debbono essere opportunamente scelti in funzione della natura e delle caratteristiche della società o dell'azienda da valutare, nonché delle finalità della valutazione stessa. Il tutto, col precipuo obiettivo di pervenire ad una stima che rappresenti, attendibilmente, l'attitudine dell'unità produttiva al raggiungimento del suo scopo fondamentale: l'equilibrio economico/finanziario a valere nel tempo.

Tanto doverosamente premesso, appare dunque evidente come l'applicazione di tecniche diversificate consenta, peraltro, di mettere in luce aspetti diversi del potenziale della società o dell'azienda e di offrire diverse prospettive di analisi in merito alla quantificazione del valore della stessa.

Passando da un piano teorico ad uno più propriamente empirico, le metodologie di valutazione del capitale economico dell'azienda impiegate più di frequente sono:

- i **metodi basati su grandezze stock**: detti anche patrimoniali, per i quali il valore dell'azienda da valutare può sintetizzarsi secondo la seguente formula:

$$W = K'$$

dove W esprime il valore dell'investimento sottoposto a stima e K' rappresenta l'investimento, ossia il valore di mercato in ipotesi di continuità di gestione, di tutte le attività materiali ed immateriali (nei casi in cui esse possano essere determinate singolarmente), diminuite di tutte le passività; tali metodi non prendono in esplicita considerazione gli aspetti inerenti la capacità dell'azienda di produrre risultati economici;

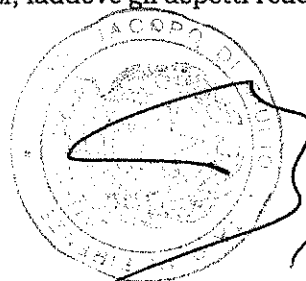
- i **metodi basati su grandezze flusso**: detti anche reddituali e/o finanziari, a seconda che la valutazione tenga conto della dinamica reddituale oppure della dinamica finanziaria. I criteri economico - finanziari si fondano sull'ipotesi che il valore di un bene sia pari al valore attuale dei benefici futuri ottenibili dal suo utilizzo.

Più precisamente, tali metodi possono classificarsi come segue:

- i **metodi reddituali**, per i quali il valore di un'azienda è il risultato della somma algebrica del valore attuale dei redditi futuri (considerati per un periodo di tempo limitato, ovvero illimitato), secondo la seguente formula:

$$W = R_1 (1+i)^{-1} + R_2 (1+i)^{-2} + \dots + R_n(1+i)^{-n}$$

dove W rappresenta il valore dell'investimento, R il reddito atteso, R_n il flusso reddituale derivante dall'ipotetico plusvalore ritraibile in sede di cessione dell'organismo aziendale e i il tasso di attualizzazione utilizzato per scontare al valore attuale i flussi di reddituali attesi in futuro; questi metodi trovano sovente applicazione nelle aziende commerciali e di servizi, laddove gli aspetti reddituali siano prevalenti rispetto a quelli patrimoniali;



A handwritten mark or signature, possibly a stylized letter or symbol.

A handwritten signature, possibly 'S' followed by some flourishes.

- i metodi finanziari, per i quali il valore di un'azienda è il risultato della somma algebrica del valore attuale dei flussi di cassa che la stessa sarà in grado di generare nel tempo (l'orizzonte temporale può essere in ogni caso limitato o illimitato), secondo la seguente formula:

$$W = F_1 (1+i)^{-1} + \dots + F_n (1+i)^{-n} + \dots + P_n(1+i)^{-n}$$

dove W è il valore dell'investimento, F_1 ed F_n sono i flussi finanziari futuri dati dai dividendi relativi agli anni da 1 ad n , mentre P_n è il flusso finanziario derivante dall'ipotetico plusvalore ritraibile in sede di cessione dell'organismo aziendale e i il tasso di attualizzazione utilizzato per scontare al valore attuale i flussi di cassa attesi in futuro (può essere il tasso di rendimento del capitale di rischio, ovvero il costo medio ponderato del capitale, a seconda della configurazione di flusso di cassa considerato). Questi metodi trovano spesso applicazione per imprese in cui sono disponibili proiezioni economiche e patrimoniali di medio-lungo termine;

- i metodi misti: detti anche "ibridi", combinano opportunamente i diversi elementi ed i tratti metodologici indicati in precedenza, segnatamente quelli propri dei metodi patrimoniali e reddituali. Essi si fondano sull'ipotesi che il valore di un bene dipenda, al contempo, sia dal suo costo di sostituzione (o di riproduzione), sia dalla sua capacità di produrre benefici economici futuri. Nell'ambito di questi metodi, quello più diffuso è sicuramente il metodo "misto con stima autonoma dell'avviamento", per il quale si determina il valore di un'azienda sulla base di una valutazione analitica di tutte le attività, debitamente diminuite di tutte le passività, successivamente rettificata per tenere conto dei redditi generabili dal complesso aziendale;
- i metodi di mercato: sono conosciuti anche come metodi "diretti" poiché si basano su grandezze significative desunte dal mercato di riferimento quali, ad esempio, il prezzo corrente dei relativi titoli azionari (nel caso di azienda sottoposta a quotazione) ovvero, nel caso di azienda non quotata, un campione di aziende simili sotto il profilo strutturale ed operativo. Essi si basano pertanto sull'ipotesi che il valore di un bene sia determinabile con riferimento al prezzo registrato in scambi di beni simili avvenuti nel recente passato. Scendendo nel dettaglio, tali metodi possono classificarsi come segue:
 - i metodi dei multipli di mercato, per i quali è necessario raffrontare la società da valutare con società quotate simili. Tale metodo è utilizzato anche per la valutazione di aziende con titoli non quotati su mercati regolamentati, ma che abbiano caratteristiche in qualche modo assimilabili a società quotate;
 - i metodi delle transazioni comparabili, per i quali è necessario invece riconoscere all'azienda un valore pari ai prezzi registrati in transazioni recenti fuori mercato, aventi per oggetto realtà imprenditoriali comparabili.

7. Scelta dei criteri di valutazione

Opportunamente illustrati, seppur per sommi capi, i più diffusi metodi esistenti in dottrina, si rende necessario scegliere i metodi che possano maggiormente adattarsi al contesto specifico. Nell'ambito delle valutazioni legali, i PIV (IV.2.9) raccomandano che “[...] l'esperto adotti criteri che si rifanno ad una pluralità di metodiche di valutazione. L'esperto deve comprendere le cause delle differenze nei risultati dei diversi criteri e deve attribuire a ciascuno di essi maggiore o minore peso in relazione alla affidabilità degli input o più semplicemente identificare quale risultato è più rappresentativo della peculiare configurazione ricercata”.

Appare dunque evidente che sia necessario utilizzare e combinare più metodi di valutazione per addivenire ad una stima del valore economico del capitale, che permetta di apprezzare quanto più possibile le diverse determinanti dell'impresa e del suo contesto competitivo.

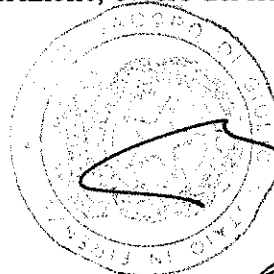
7.1 Il contesto competitivo di Toscana Energia S.p.A. Il mercato regolato.

Tanto premesso, occorre preliminarmente rilevare che Toscana Energia S.p.A. opera in un settore c.d. “regolato” da una *authority*, individuata nella ARERA¹. La regolazione economica, in breve, mira a scongiurare la formazione di situazioni di monopolio, fonti di innumerevoli inefficienze, ed a ricreare, in modo più o meno reale, un funzionamento del mercato più vicino ai modelli concorrenziali. In particolare, la regolazione è chiamata alla fissazione di regole che consentano il raggiungimento non solo di un'efficienza statica, cioè di una condizione di ottimale sfruttamento delle risorse a disposizione, ma anche di un'efficienza dinamica, ossia di incentivo agli investimenti e all'innovazione per il miglioramento delle prestazioni erogate.

Più specificamente, la regolazione economica agisce:

- sulle modalità di entrata nei diversi segmenti dei settori regolamentati (meccanismi ad asta, affidamenti diretti, concorrenza nel mercato) o alle infrastrutture essenziali (*essential facility*);
- sul livello dei ricavi, mediante la fissazione di limiti al prezzo praticabile;
- sul livello dei costi d'esercizio, mediante la fissazione di livelli qualitativi minimi da raggiungere (stabiliti nel contratto di servizio) e la definizione degli obblighi di servizio a cui adempiere (salva la fissazione dei trasferimenti finanziari a fronte di tali obblighi);
- sul livello e sulla valutazione degli investimenti da effettuare, visto che lo specifico trattamento che essi ricevono ai fini della remunerazione, ovvero del loro recupero,

¹ Autorità di Regolazione per Energia Reti e Ambiente



può alterare i giudizi di convenienza o generare costi da asimmetrie informative sia nella forma dell'*adverse selection* che di *moral hazard*.

Alla luce di quanto precede, è evidente che se in una visione economico-finanziaria, creare valore assume il significato di "incremento del capitale economico dell'impresa" mediante la realizzazione di una combinazione che consenta di:

- reintegrare i costi di produzione;
- remunerare i capitali investiti;
- accumulare ricchezza per il potenziamento dell'intrapresa economica;

è altrettanto chiaro che la regolazione è in grado di incidere su ognuno di questi aspetti.

Andando dunque a fissare un prezzo convergente con il costo marginale di produzione (c.d. meccanismo "*price cap*"), il regolatore interviene autoritativamente su tali meccanismi, assicurando un equilibrio tendenzialmente efficiente e consentendo, in ogni caso, la copertura dei costi di produzione e una remunerazione normale del capitale investito. Avendo garantita la copertura dei costi di produzione e una equa remunerazione del capitale investito, quindi, l'impresa non ha possibilità di lucrare somme ulteriori (extra-profitti) attraverso indiscriminate manovre dei prezzi. Naturalmente la fissazione del prezzo in ragione dei costi di produzione deve tener conto, non solo delle esigenze di ricostituzione del capitale investito, tipicamente riflesse negli ammortamenti, ma anche della necessità di innovare ed espandere gli *asset* dell'impresa. In breve, è di particolare rilievo la possibilità che l'impresa realizzi congrui livelli di autofinanziamento per alimentare il processo di sviluppo.

7.2 Il contesto competitivo di Toscana Energia S.p.A. Determinazione dei prezzi.

Per quanto riguarda i meccanismi di adeguamento dei prezzi nel tempo, i modelli più utilizzati nella pratica sono da ricondurre alla *price-cap regulation* (PCR) e alla *rate-of-return regulation* (ROR) e al *revenue-cap regulation* (RCR).

Il settore della distribuzione del gas oggetto di analisi nel presente lavoro, per esempio, utilizza un meccanismo di regolazione mista *price-revenue* poiché intende sia fissare un monte ricavi conseguibile sia limitare il rischio derivante da avverse evoluzioni della domanda.

A monte della determinazione dei prezzi/ricavi, occorre individuare quale sia il capitale investito da remunerare, ed il livello "adeguato" di return dello stesso. Tralasciando analisi di dettaglio per esigenze di sintesi, la scelta del regolatore italiano è quella di determinare l'entità del capitale investito in base ad un approccio contabile informato ai principi del *current cost accounting* (CCA) o, per meglio dire, del costo storico rivalutato. Mediante tale metodologia il valutatore mira, in via principale, non già alla conoscenza del valore corrente

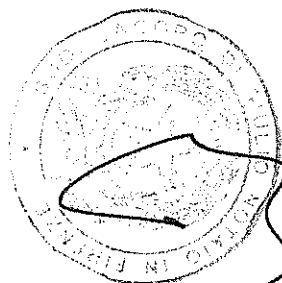
del bene in ragione del processo inflazionistico (esigenza in ogni caso non trascurata), quanto alla determinazione di un valore che esprima il grado di integrità economica del capitale, ossia la quantificazione della residua utilità delle capacità strutturali possedute dal bene, in relazione alle attuali disponibilità che il mercato offre in termini di tecnologie e di prezzi. Il valore del capitale investito, dunque, viene ad essere letto come quantità in grado di ricostruire, alle attuali condizioni di mercato (tecnologiche ed economiche) e naturalmente in ipotesi di continuità dell'attività aziendale, la medesima disponibilità di risorse impiegate nei processi aziendali.

Integrità del capitale e disponibilità sono, quindi, i concetti portanti di tale metodologia. Il riferimento al current cost approach, infatti, consente di pervenire alla determinazione di un valore rappresentativo dell'impegno finanziario che un nuovo entrante dovrebbe sostenere per acquisire le tecnologie necessarie per operare nel mercato. Da un punto di vista applicativo, l'individuazione del valore del cespite soggiace alla quantificazione, in ipotesi di tecnologia costante, del costo di sostituzione o di rimpiazzo che è necessario sostenere per l'acquisto di un bene con le medesime caratteristiche di quello in uso. A seguire, il valore così determinato dovrà essere corretto mediante la ricostruzione dell'entità del fondo di ammortamento, sulla base di parametri economico-tecnici che facciano riferimento alla vita utile del bene.

L'ARERA disciplina le attività delle società sotto il suo controllo, definendo i ricavi massimi ammessi che dipendono dalle tariffe disciplinate, e la cui marginalità è strettamente connessa alla remunerazione concessa sulla R.A.B (Regulatory Asset Base) insieme agli investimenti di sviluppo della rete, ai costi operativi e agli ammortamenti che vengono riconosciuti quale componente diretta dei ricavi.

È la stessa Borsa Italiana, nella propria "Guida alla valutazione", edita nel luglio 2014, a raccomandare l'utilizzo della metodologia R.A.B nella valutazione di imprese operanti nel settore regolamentato della distribuzione del gas, poiché questa declinazione del metodo misto può rappresentare, per tali imprese, quello più coerente con il modello di regolazione del price-revenue cap.

Nel settore delle utilities regolamentate, la valutazione è rivista ad intervalli regolari dalla stessa Autorità, il che porta, nel lungo termine, ad una progressiva riduzione degli spazi lasciati all'impresa per generare ritorni in eccesso rispetto al costo del suo capitale. Il fondamento teorico del metodo R.A.B, pertanto, è che il valore dell'impresa è pari alla stessa R.A.B, opportunamente rettificata da alcuni fattori di ottimizzazione e permette di definire il valore del *business* regolato come sommatoria del valore del capitale investito regolato e del valore attuale netto dei sovra-efficientamenti, al netto del valore della PFN e di eventuali *Surplus Asset*.



A handwritten signature in black ink, consisting of stylized letters.

7.3 Scelta dei metodi di valutazione Toscana Energia S.p.A.

Tutto quanto premesso, ben noto ai periti, necessita tuttavia di essere inserito nell'ambito della più complessa operazione di creazione della multiutility toscana, come meglio esplicitato di seguito.

In particolare, la valutazione di Toscana Energia S.p.A. nel caso oggetto della presente perizia trae le sue origini da un più ampio **Progetto di Aggregazione** che si articola nelle seguenti fasi:

- a. la fusione per incorporazione di Acqua Toscana, Consiag e Publiservizi in Alia (la "**Fusione**"), da cui risulterà la creazione di un unico polo (*multi-utility*) per la gestione dei servizi locali nella Regione Toscana; e
- b. il conferimento nella Società Incorporante delle seguenti partecipazioni (i "**Conferimenti**"):
 - n. 30.134.618 azioni rappresentative del 20,6% del capitale sociale di **Toscana Energia S.p.A., detenute dal Comune di Firenze**; nonché
 - n. 1.150.321 azioni rappresentative del 3,9% del capitale sociale di Publiacqua S.p.A., detenute dal Comune di Pistoia, o, nell'eventualità di esercizio della prelazione da parte degli altri soci, l'equivalente monetario di tale 3,9%.

In un contesto così complesso di operazione straordinarie appare opportuno avere una visione di insieme sulle singole valutazioni delle Società coinvolte nell'operazione di aggregazione, utilizzando metodi di valutazione coerenti ed omogenei tra loro.

Così, nonostante la Dottrina indichi che la R.A.B come il parametro più pertinente per la valutazione del capitale economico di Toscana Energia S.p.A., il contesto in cui è inserita l'operazione fa venir meno questo criterio comunemente riconosciuto e fa propendere per una omogeneità di valutazione tra le Società partecipanti al Progetto di Aggregazione che quindi è sostituito da un metodo finanziario: l'**Unlevered Discounted Cash Flow**.

La scelta del c.d. "metodo finanziario", ovvero un metodo basato su una valutazione dei flussi di cassa prospettici, risulta suffragata dalla sentenza EnelGas (Tribunale di Milano, Sezione Specializzata in materia di Impresa, 3 settembre 2013, n. 8931/2013), nella quale i giudici di merito evidenziano che la valutazione delle partecipazioni deve anche tenere conto, attraverso una valutazione prognostica in ordine alle future dinamiche di sviluppo della società ragionevolmente prefigurabili, delle prospettive reddituali della società. Pertanto, l'utilizzo di un metodo di valutazione basato sui flussi finanziari prospettici che l'impresa sarà in grado di generare nel tempo, opportunamente attualizzati alla data di riferimento della valutazione, costituisce, sotto un profilo teorico e laddove si disponga di piani pluriennali dettagliati e ragionevolmente attendibili, la scelta elettiva, in quanto permette, attraverso l'apprezzamento della capacità prospettica di generare redditi e flussi di cassa

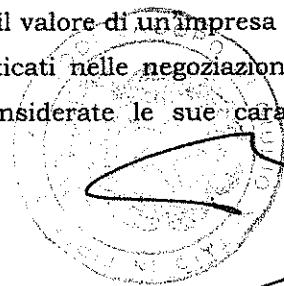
disponibili per i soci, di pervenire a risultati di stima che incorporino anche i valori degli *intangibles* aziendali (il cui autonomo apprezzamento risulterebbe altrimenti assai difficile, se non del tutto impossibile).

Le analisi teoriche e dottrinarie del “metodo finanziario”, dimostrano che la ragione per la quale un investitore decide di acquistare un’attività è rappresentata dal fatto che questa genererà flussi di cassa in futuro. Il valore di un investimento, pertanto, non è dato dal valore percepito ma, piuttosto, rappresenta una funzione dei flussi di cassa prospettici attesi che incorporano, seppur indirettamente, anche una componente di valore riferibile agli *intangibles* aziendali. Gli *input* principali di tale modello valutativo sono, pertanto: a) i flussi di cassa attesi, b) il *timing* di tali flussi e c) il tasso di attualizzazione che ne rifletta la rischiosità e la stratificazione temporale. Il “metodo finanziario”, inoltre, permette di apprezzare la capacità di un investimento di conseguire risultati idonei a remunerare congruamente tutti i fattori produttivi impiegati, incluse le risorse finanziarie necessarie a sostenere l’attività aziendale. Pertanto, tale metodologia consente di attribuire all’impresa o al suo ramo, un valore non in funzione degli elementi storici, ma in funzione dei flussi futuri, ponendo particolare attenzione alle dinamiche finanziarie previste nel tempo.

Rispetto a quanto previsto nei modelli “reddituali”, nel “metodo finanziario” si sostituisce quindi il criterio della “competenza economica” con quello della “competenza finanziaria”, eliminando gli effetti contabili tipici delle scritture di assestamento e individuando solo costi e ricavi a manifestazione monetaria.

Alla luce delle caratteristiche di Toscana Energia S.p.A. e della prevedibilità degli elementi finanziari nel suo orizzonte temporale di operatività (ovverosia, la durata delle concessioni), il modello prescelto permette di apprezzarne la potenziale remuneratività, in una conformazione che sia focalizzata sulla dinamica finanziaria. Il metodo implementato presuppone comunque un comune scenario previsionale, in relazione agli obiettivi di sviluppo dell’azienda, ed alle condizioni esterne in cui la stessa si troverà ad operare. L’analisi è stata quindi condotta, come già precisato, a partire dai dati economici previsionali stimati nell’orizzonte temporale 2022-2025 forniti dalla Società.

Come ultimo passaggio logico, abbiamo ritenuto opportuno inserire come metodo di controllo per la determinazione del valore del capitale economico di Toscana Energia S.p.A., anche il c.d. “**metodo dei multipli**”. L’utilizzo di tale metodologia avrebbe il preciso scopo di verificare, da un diverso angolo di visuale, se le conformazioni del valore previamente individuate possano essere aderenti a metodologie più orientate al mercato. Il metodo dei multipli, difatti, rientra nelle categorie dei metodi di valutazione empirica e affronta il problema della valutazione da una prospettiva completamente diversa rispetto ai metodi analitici (siano essi patrimoniali, reddituali o finanziari). Questo metodo non si fonda su formule valutative razionalmente costruite, ma deduce il valore di un’impresa direttamente da osservazioni di mercato, basandosi sui prezzi praticati nelle negoziazioni di mercato riferibili al settore di appartenenza dell’azienda. Considerate le sue caratteristiche e



peculiarità, tuttavia, è buona norma che il metodo empirico si accompagni ai metodi analitici e che funga da supporto agli stessi senza, tuttavia, sostituirli.

Il metodo dei multipli presuppone la definizione della relazione che intercorre tra il valore di aziende comparabili e determinate variabili aziendali espressive delle performance economico-patrimoniale dell'impresa. Un metodo empirico di immediata applicazione nel caso di specie è rappresentato dall'utilizzo di un multiplo dell'EBITDA: l'assunto su cui si basa tale metodo è rappresentato dalla relazione esistente tra l'EBITDA ed il valore economico di un'impresa.

Al fine, quindi, di confermare i risultati del metodo DCF abbiamo deciso di utilizzare come metodo di controllo il metodo dei multipli, nella sua più comune variante dei multipli di mercato.

Riassumendo, nel prosieguo del lavoro, si procederà ad utilizzare due diversi approcci valutativi, che porteranno ad analizzare Toscana Energia S.p.A. da altrettanti punti di vista e profili di *key value drivers*, ovvero:

- il metodo finanziario nella conformazione dell'Unlevered Discounted Cash Flow, come metodo principale;
- il metodo dei multipli, come metodo di controllo.

8. Valutazione con il metodo finanziario

Il metodo finanziario utilizzato conosciuto come *Discounted Cash Flows* (DCF), nella versione *Unlevered Discounted Cash Flows Analysis*, si sviluppa attraverso i seguenti passaggi metodologici:

- la stima dei *Free Cash Flows for the Firm (FCFF)*;
- la valutazione delle attività operative (*Enterprise Value*), condotta mediante l'attualizzazione dei flussi di cassa operativi netti in base al costo medio ponderato del capitale (*WACC*);
- la valutazione della *Posizione Finanziaria Netta* e dei *Surplus Asset*, sulla base dei valori forniti dalla Società;
- la determinazione dell'*Equity Value*, attraverso la somma algebrica tra il valore delle attività operative e il valore della *Posizione Finanziaria Netta* e dei *Surplus Asset*.

Da cui il valore dell'azienda:

+	Enterprise Value (EV)
+/-	PFN ²
-	Minorities

² Comprensiva di eventuali distribuzioni di dividendi deliberate successivamente al 01/01/2022.

+	Surplus Assets
-	Eventuali passività da Fondi pensione
-	Eventuali passività da Fondi accantonamento
=	Equity Value (EqV)

8.1 Unlevered Discounted Cash Flow

Il metodo descritto come DCF (*Discounted Cash Flow Method*), si fonda sull'assunto che il valore del capitale di un'azienda corrisponde alla somma dei flussi di cassa che la stessa potrà conseguire nel tempo opportunamente attualizzati mediante un tasso idoneo. Pertanto, il valore del capitale economico di un'azienda coincide con il valore attuale netto (*Net Present Value*) di tali flussi, originati dalla gestione caratteristica dell'impresa e considerati al lordo degli oneri finanziari e della restituzione delle risorse impiegate da tutti i finanziatori dell'impresa (capitale di rischio e di terzi). Per è necessario partire dal NOPAT (*Net Operating Profit After Taxes*), ovvero considerare le c.d. imposte figurative che rappresentano la parte di imposta imputabile al solo risultato operativo che la società pagherebbe se non ci fossero gli oneri finanziari o proventi/oneri straordinari.

Per ovviare alle difficoltà connesse alla previsione dei flussi, la cui attendibilità diminuisce man mano che si allunga la proiezione temporale, la prassi tende a considerare solo i flussi di un determinato arco temporale — in genere corrispondente ad un intervallo da 3 a 7 anni — al termine del quale si identifica un ultimo flusso rappresentato dal cosiddetto Terminal Value.

Il metodo dell'unlevered DCF comprende quindi in sé due componenti:

- i flussi di cassa operativi netti attualizzati – basati sul piano industriale – che la Società sarà presumibilmente in grado di generare in un periodo di previsione analitico esplicito;
- i flussi di cassa operativi netti attualizzati stimati successivamente al periodo di previsione esplicita (c.d. Terminal Value).

Pertanto, il criterio finanziario si riassume nella seguente formula:

$$EV = \sum_{t=1}^n \frac{FCFF_t}{(1+WACC_t)^t} + \frac{FCFF_{n+1}}{(WACC_{TV}-g)(1+WACC_{n+1})^{n+1}}$$

dove:

- **EV**, *Enterprise value*, indica il valore delle attività dal quale andranno detratti i debiti onerosi;
- **FCFF**, *Free Cash Flow for the Firm*, flusso di cassa operativo previsionale dato dalla differenza tra il flusso di cassa operativo e gli investimenti netti (CapEx) al lordo della restituzione dell'indebitamento finanziario e del pagamento degli oneri finanziari;



- **WACC_t**, *Weighted Average Cost of Capital*.
- **g**, tasso di crescita dei flussi di cassa oltre il periodo di previsione esplicita;
- **FCFF_n(1+g)** o **FCFF_{n+1}**, rappresenta il flusso di cassa, oltre la soglia di previsione analitica, disponibile per la remunerazione dei finanziatori e liberamente distribuibile agli azionisti senza compromettere la capacità dell'impresa di generare flussi di cassa crescenti secondo il tasso di crescita espresso da g.

Più nel dettaglio, il WACC rappresenta la media ponderata del costo del capitale proprio e del costo del capitale di debito. Nota la struttura di finanziamento dell'impresa, ovvero il valore dell'*equity* ed il valore del debito si ha pertanto:

$$WACC = w_e k_e + w_d k_d (1 - t_c)$$

dove:

- **t_c**, aliquota fiscale vigente per le imposte sul reddito.
- **w_e**, peso attribuito al capitale proprio (E/D+E);
- **w_d**, peso attribuito al capitale di terzi (D/D+E);
- **k_e**, costo del capitale proprio, ovvero la remunerazione attesa dai soci/azionisti in virtù dell'apporto del capitale di rischio;
- **k_d**, costo del capitale di debito, ovvero il tasso passivo che l'impresa sconta sui conferimenti di capitale di debito;

Il modello più utilizzato a livello operativo ai fini della stima del costo del capitale proprio è rappresentato dal *CAPM (Capital Asset Pricing Model)*. Secondo tale modello, il costo del capitale proprio dell'azienda è pari al rendimento di un investimento privo di rischio, aumentato di un premio per il rischio specifico per l'azienda considerata. Si ha ovvero:

$$K_e = r_f + \beta(r_m - r_f)$$

dove:

- **r_f**, rendimento netto di investimenti o titoli privi di rischio;
- **(r_m - r_f)** o **ERP**, rappresenta il premio per il maggior rischio del mercato azionario rispetto ad investimenti o titoli privi di rischio;
- **β**, è il coefficiente che quantifica il rischio della singola impresa rispetto a quello medio del mercato.

In maniera analoga, il tasso di costo del capitale di debito può essere quantificato come un tasso risk free imposto dal sistema creditizio a cui si aggiunge uno spread che rappresenta il premio per il rischio riconosciuto ai finanziatori del debito e legato allo specifico rating dell'impresa, ovvero:

$$K_d = k_d + \text{spread}$$

Il flusso di cassa operativo netto, corrispondente alle risorse finanziarie destinabili agli azionisti dopo aver seguito le politiche di investimento ed indebitamento giudicate più idonee, può venire determinata con la seguente metodologia:

+	Reddito Operativo
-	Effetto fiscale figurativo del Reddito Operativo
=	<i>NOPAT (Net Operating Profit After Taxes)</i>
+	Ammortamenti/accantonamenti/svalutazioni non monetarie
+/-	Δ Capitale circolante netto
+/-	Δ Fondi
-	Investimenti netti (Capex)
=	Flusso di Cassa Operativo Netto

Così determinato, il flusso di cassa disponibile non è di competenza solo degli azionisti, ma è al servizio di tutti i fornitori di capitale, sia esso di rischio e di debito. Attualizzato ad un tasso che esprima la media ponderata (secondo l'effettiva struttura finanziaria) del costo del capitale di debito e di quello del capitale proprio, si otterrà il valore globale del capitale impiegato nell'azienda, che dovrà poi essere corretto per la Posizione Finanziaria Netta al fine di ricavare il valore del solo capitale proprio, ossia del capitale economico di pertinenza dei soci.

Per la determinazione del costo del capitale di rischio faremo riferimento ad un rendimento minimo in linea con quello offerto da investimenti alternativi privi di rischio (solitamente titoli pubblici), maggiorato di un premio particolare per il rischio assunto.

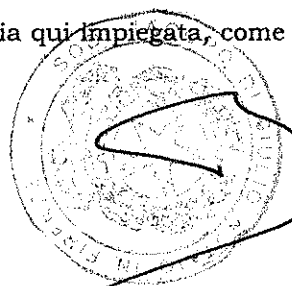
8.1.1 Il tasso di attualizzazione

Nel metodo di valutazione prescelto, ai fini dell'attualizzazione dei flussi finanziari e del valore residuo, è necessario utilizzare un tasso che rettifichi i flussi di cassa attesi (Expected Cash Flows) in funzione del:

- valore monetario del tempo;
- rischio dell'impresa, del settore e del paese.

Il tasso di attualizzazione serve a omogeneizzare cash flows riferiti a periodi differenti e a tener conto della loro volatilità in base alla rischiosità dell'impresa. Occorre dunque che il tasso sia elaborato "tailor-made" per tenere conto delle caratteristiche degli Expected Cash Flows e del contesto in cui saranno generati.

Come anticipato, il tasso al quale verranno attualizzati i flussi di cassa è il costo medio ponderato del capitale (WACC). Essendo i flussi al servizio sia dei creditori che degli azionisti, il costo del capitale dovrà incorporare il rendimento richiesto sia dai detentori del capitale di debito, sia da quelli del capitale di rischio. La metodologia qui impiegata, come accennato,



Handwritten signature and scribbles on the right side of the page.

prevede la stima puntuale del WACC su tutto l'orizzonte previsionale e l'attualizzazione di ciascun importo relativo al tasso vigente nel periodo.

8.1.2 Costo del debito (K_d)

Il costo del debito è ciò che una società sostiene per remunerare coloro che la hanno finanziata. Un modo pratico per determinare tale valore è attraverso il calcolo del Return on Debt (ROD) medio. Il ROD (o K_d) è pari al rapporto tra oneri finanziari e debito finanziario medio dell'anno:

$$K_d = \frac{OF}{\text{Debito Finanziario Medio dell'anno}}$$

8.1.3 Il costo del capitale proprio (K_e)

Il modello più diffuso per calcolare il Cost of Equity (K_e) è il Capital Asset Pricing Model (CAPM), grazie alla semplicità di calcolo e alla relativa facilità nell'individuare i valori delle singole componenti.

Il tasso di rendimento delle attività prive di rischio (r_f)

Il ritorno minimo che un'azionista si attende per investire in un'impresa è pari al rendimento delle obbligazioni governative (sovereign bonds). In mercati sufficientemente stabili si può ritenere che un investimento in tali obbligazioni sia relativamente sicuro, al punto di definirlo risk-free (r_f). Nella realtà non esistono investimenti risk-free, ma nel caso di alcune obbligazioni si può ritenere che il rischio sia tendente a zero, soprattutto per quelli con rating elevato come, ad esempio, gli US Treasuries, i Bund tedeschi, gli UK Gilts, etc.

Il rendimento delle obbligazioni governative è proporzionale al rischio del paese: più alto è il rating, più basso è il rendimento.

Il valutatore, nell'individuare il risk-free rate più appropriato, deve considerare due aspetti:

1) L'orizzonte temporale

Il rendimento di un bond varia a seconda della scadenza. Tendenzialmente, un bond con scadenza più lontana nel tempo ha un rendimento superiore rispetto ad un bond con scadenza ravvicinata. La scelta di un'obbligazione a 5 anni o di una a 20 anni influisce evidentemente sul tasso risk-free e, di conseguenza, sul CAPM. A questo riguardo vi sono due possibili soluzioni. La prima consiste nell'utilizzare un tasso riferito a obbligazioni con scadenza analoga a quella degli Estimated Cash Flows. Ad esempio, se gli Estimated Cash Flows hanno un orizzonte temporale di 5 anni, potrebbe essere utilizzato tasso con scadenza a 5 anni. La seconda consiste nell'utilizzare un tasso con un orizzonte temporale di 20 anni, a prescindere dagli Estimated Cash Flows. Un periodo di 20 anni è infatti sufficientemente esteso per ridurre gli effetti della volatilità di breve periodo e riflette meglio la durata di un ciclo economico. Inoltre, una valutazione con il metodo DCF include sempre un Valore Finale (o Terminal Value). Un'obbligazione con scadenza inferiore a 20 anni non sarebbe compatibile con la prospettiva temporale di un Terminal Value.

La seconda soluzione risulta preferibile alla prima, fatte salve le circostanze che il valutatore deve considerare.

2) La rilevanza geografica

Un secondo aspetto che deve essere preso in considerazione riguarda la rilevanza geografica, dal momento che ogni paese ha uno specifico rating e un differente risk-free rate.

La curva dei rendimenti dell'area dell'euro mostra separatamente i titoli di Stato dell'area dell'euro con rating AAA e tutti i titoli di Stato dell'area dell'euro (inclusi quelli con rating AAA). La curva dei rendimenti, aggiornata quotidianamente dalla BCE (Banca Centrale Europea) rappresenta il rapporto tra i tassi di remunerazione (interessi) di mercato e il tempo rimanente fino alla scadenza dei titoli di debito. Il contenuto informativo di una curva dei rendimenti riflette il processo di determinazione del prezzo delle attività sui mercati finanziari.

Sulla base di quanto sopra esposto, in contesti ibridi (ad esempio una società tedesca che opera in un paese con rating minore), la scelta di quale risk free considerare è demandata alla sensibilità del valutatore, che deve individuare la soluzione che riflette meglio le condizioni operative.

8.1.4. Il Beta (β)

Il beta misura l'esposizione di un titolo azionario al rischio sistematico nell'ambito del Capital Asset Pricing Model. È quindi una misura della rischiosità sistematica dell'azione e misura la variazione attesa del rendimento del titolo per ogni variazione di un punto percentuale del rendimento di mercato.

Più nel dettaglio:

$$\beta_{L(i)} = \frac{\text{Cov}(R_i, R_m)}{\delta^2(R_m)}$$

dove:

- $\beta_{L(i)}$, beta levered del titolo (i);
- R_i , rendimento del titolo (i);
- R_m , rendimento del mercato;
- $\text{Cov}(R_i, R_m)$, covarianza tra il rendimento del titolo e quello del mercato;
- $\delta^2(R_m)$, varianza del rendimento di mercato.

Poiché la covarianza del rendimento del mercato con sé stesso $\text{Cov}(R_m, R_m)$ è pari alla varianza del rendimento del mercato $\delta^2(R_m)$, il beta di mercato è pari a 1. Il beta è inferiore a 1 se il titolo i-esimo ha varianza inferiore, e quindi è meno rischioso rispetto al mercato; il beta è superiore ad 1 quando il titolo i-esimo è più rischioso del mercato.

Il beta può assumere i seguenti valori:



A handwritten signature in black ink is located to the right of the stamp.

- beta < 0: l'andamento del titolo è in direzione contraria a quella del mercato, come avviene, ad esempio, per gli inverse exchange-traded funds (ETFs). Si tratta comunque di casi isolati che non riguardano il beta delle imprese;
- beta = 0: l'andamento del titolo non è correlato al mercato. È il caso, ad esempio, dei fixed-yield assets. Un beta uguale a zero non significa tuttavia che l'investimento non sia rischioso, semplicemente significa che non è correlato con il mercato.
- 0 < beta < 1: l'andamento del titolo è nella stessa direzione del mercato, ma con una minore volatilità e, quindi, con un minor rischio. In altre parole, l'investimento è influenzato in misura meno che proporzionale dall'andamento del mercato;
- beta = 1: l'andamento del titolo è nella stessa direzione del mercato, con la stessa volatilità e, pertanto, con lo stesso rischio;
- beta > 1: l'andamento del titolo è nella stessa direzione del mercato, ma con una maggiore volatilità e, quindi, con un maggior rischio. In altre parole, l'investimento è influenzato in misura più che proporzionale dall'andamento del mercato.

Levered and unlevered beta

Il valutatore, a seconda della fonte che utilizza, può disporre di un beta di settore o di un beta riferito a società comparabili.

Il beta di settore è un dato aggregato fornito da banche dati, report di analisti, pubblicazioni di settore. Spesso non sono noti né il campione da cui il dato aggregato tratto, né la metodologia di calcolo. Se la fonte è autorevole il dato può essere considerato attendibile e non richiede specifici riscontri da parte del valutatore.

I beta riferiti a società comparabili sono invece ricavati dalla selezione di un peer group di società simili alla società target (per settore, dimensione, struttura finanziaria, numero di dipendenti o altre variabili rilevanti). In questo caso il dato aggregato è elaborato dal valutatore attraverso la scelta del campione e una opportuna metodologia di calcolo.

In entrambi i casi il levered beta è un dato aggregato sulla base dei beta di società quotate, che esprime il rischio complessivo (sia operativo che finanziario). L'unlevered beta, invece, si basa sul solo rischio operativo.

Il rischio operativo è quello specifico del settore, mentre il rischio finanziario riflette la struttura finanziaria media del settore che è richiesta per sostenere un determinato livello di investimenti.

Nella presente perizia, il valutatore, partendo da un panel di società comparabili, deve anzitutto depurare i singoli levered beta dal rischio finanziario e calcolare così gli unlevered beta, attraverso la seguente formula:

$$\beta_U = \frac{\beta_L}{1 + [(1-t_c) \frac{D}{E}]}$$

dove:

- β_L , beta levered;
- t_e , corporate tax rate;
- **D/E**, debt to equity ratio medio di settore.

Una volta calcolati valore medio e valore mediano³ si procede al calcolo del beta levered della target company, applicando uno specifico Debt-to Equity (D/E) attraverso la seguente formula:

$$\beta_L = \beta_U \left\{ 1 + \left[(1 - t_e) \frac{D}{E} \right] \right\}$$

Con riferimento al precedente calcolo si ritiene opportuno riportare due aspetti: uno riguardante il tax rate e uno il D/E.

Anzitutto il tax rate è presente nella formula per tenere conto dei benefici derivanti dalla deducibilità degli oneri finanziari. Tuttavia, in presenza di un'impresa fortemente indebitata, i benefici fiscali diventano aleatori. È per questo che la dottrina tende ad utilizzare una formula alternativa che sterilizza l'effetto di tali benefici:

$$\beta_L = \beta_U \left(1 + \frac{D}{E} \right)$$

Per quanto riguarda il D/E, in una valutazione equity-side occorre utilizzare la struttura finanziaria effettiva; in una valutazione asset-side, invece, è necessario utilizzare la struttura finanziaria più adeguata rispetto agli investimenti previsti, in analogia con i "pesi" (Equity e Debt) presenti nella formula del WACC.

Riassumendo, nel caso in cui il beta sia calcolato sulla base di società comparabili, occorre:

- individuare un peer group omogeneo;
- calcolare per ciascuna società del peer group l'unlevered beta attraverso il proprio D/E ratio e il beta levered specifico;
- calcolare la media e la mediana del campione, applicando il criterio di selezione citato precedentemente;
- calcolare il beta levered specifico della società presa in esame, sulla base dei risultati di cui ai punti precedenti.

8.1.5. Il premio per il rischio

Il premio per il rischio (Equity Risk Premium, ERP) misura il rendimento atteso che gli investitori richiedono in aggiunta al tasso risk-free, per compensare il rischio di un investimento. L'investitore, infatti, si espone a due rischi: il rischio specifico e il rischio generico. Il rischio specifico è quello del settore (unlevered beta) e dell'impresa (levered beta). Esso è legato alle caratteristiche dello specifico business e riflette un'ampia serie di variabili.

³ Seguendo il seguente criterio di scelta: in presenza di outliers, la prassi suggerisce l'uso della mediana; in assenza di essi, se i valori di media e mediana risultano simili, si tende a prediligere la media.



Il rischio generico è invece legato al paese in cui l'impresa opera. È intuibile che un paese con rating elevato presenta una maggiore stabilità rispetto ad un paese con basso rating, con conseguenze positive su una serie di grandezze economiche, quali: il tax rate, il tasso di interesse, il tasso di crescita del Paese, ecc.

Da un punto di vista logico il rischio specifico del settore (beta) rettifica il rischio del paese (ERP). Il premio per il rischio può essere calcolato in vari modi, con una complessità proporzionale al numero di variabili. Convenzionalmente possono essere utilizzati più metodi per determinarlo. In particolare:

- metodo delle medie storiche;
- metodo delle medie storiche modificate.

Secondo il **metodo delle medie storiche**, il premio per il rischio è pari allo spread tra il rendimento del mercato azionario (r_m) e il rendimento delle obbligazioni risk-free (r_f):

$$\text{Equity Risk Premium} = r_m - r_f$$

Il premio per il rischio è cioè pari alla differenza di rendimento tra un investimento a elevata volatilità (mercato azionario) e un investimento a bassa volatilità (obbligazioni governative) nel lungo periodo. Al fine di evitare gli effetti di breve periodo, che potrebbero falsare i risultati, il premio per il rischio non è calcolato sulla base dello spread di un singolo anno, ma sulla base di una serie storica riferita a un congruo numero di anni. I paesi che dispongono di statistiche attendibili determinano il premio per il rischio su un orizzonte di 50 e più anni, attraverso l'utilizzo di medie aritmetiche o geometriche.

Il **metodo delle medie storiche modificate** consiste invece nell'apportare un correttivo a un premio per il rischio di mercati maturi. In pratica, ipotizzando che il rischio di un paese stabile sia quello minimo possibile, viene aggiunto un default spread che tenga conto della maggiore rischiosità di un paese non altrettanto stabile:

$$\text{Premio per il rischio} = \text{Premio di un mercato maturo} + \text{Default spread}$$

Spesso viene utilizzato quale premio di un mercato stabile quello degli USA, ma potrebbe essere utilizzato anche il rischio premio di altri paesi che presentano un analogo rating. Il default spread è calcolato dalle agenzie di rating sulla base di un'ampia serie di variabili economiche, partendo da un default spread prossimo allo 0% per i paesi con rating più alto.

Tale metodo ha un suo fondamento metodologico, ma è eccessivamente empirico, in quanto convivono nella stessa formula variabili relative a contesti economici differenti.

Alla luce di quanto analizzato, il costo del capitale proprio, calcolato attraverso la formula del CAPM, è pari alla somma del tasso risk-free e del tasso di rischio.

La prima componente, pari al rendimento delle obbligazioni governative, rappresenta la remunerazione minima richiesta da un soggetto per investire il capitale. Dal momento che l'investimento in un business comporta un certo livello di rischio, occorre considerare anche

una seconda componente, che contiene sia il rischio specifico del settore e dell'impresa (β) che il rischio del paese in cui è svolta l'attività (premio per il rischio).

Le variabili che compongono la formula sono soggette a una certa aleatorietà. Infatti:

1. il tasso risk-free può variare a seconda sia delle obbligazioni utilizzate, che della loro duration;
2. la capacità del beta di misurare il rischio del settore dell'impresa è legata alla attendibilità del campione di riferimento;
3. il premio per il rischio costituisce una misura approssimativa del rischio-Paese, che può essere calcolato attraverso vari metodi.

Per queste ragioni è opportuno che il valutatore effettui una sensitivity analysis sul CAPM, al fine di verificare come esso possa variare al modificarsi delle variabili che lo compongono.

8.2 Proiezioni economico-finanziaria nell'orizzonte previsionale

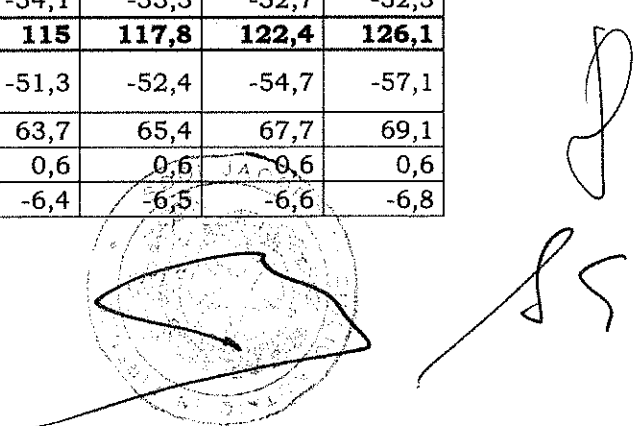
Il metodo come si è già detto, trova il suo fondamento nella attualizzazione dei flussi monetari attesi dall'investimento, incluso il valore residuo del patrimonio, dal quale verrà poi dedotto l'importo della posizione finanziaria netta, dei surplus assets ed ulteriori aggiustamenti. A tal fine, si evidenziano in seguito le proiezioni economico-finanziarie previsionali del piano economico-finanziario 2022-2027 redatto dal management di Toscana Energia S.p.A. che sono state compiute su un orizzonte temporale di previsione esplicito di sei anni.

Prima di passare allo sviluppo delle analisi numeriche si precisa, in ultimo, che il bilancio di Toscana Energia è redatto secondo gli International Financial Reporting Standards (IFRS) emanati dall'International Accounting Standards Board (IASB) e adottati dalla Commissione europea secondo la procedura di cui all'art. 6 del Regolamento (CE) n. 1606/2002 del Parlamento europeo e del Consiglio del 19 luglio 2002 e ai sensi dell'art. 9 del D. Lgs. 38/2005; pertanto, sia il piano economico-finanziario 2022-2027 che le successive procedure di valutazione del valore corrente teorico del capitale economico illustrate infra, saranno predisposte in ottica *IAS/IFRS compliant*.

Doverosamente precisato che tutti i dati sono esposti in milioni di euro per facilitare la lettura dei prospetti, si riportano di seguito: conto economico, stato patrimoniale e rendiconto finanziario previsionali 2022-2027 elaborato dal management della Società:

8.2.1 Conto Economico previsionale

Conto economico	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Ricavi	140,8	144,8	149,1	151,1	155,1	158,4
Costi operativi	-34,2	-34	-34,1	-33,3	-32,7	-32,3
EBITDA	106,6	110,7	115	117,8	122,4	126,1
Ammortamenti e svalutazioni	-46,3	-48,7	-51,3	-52,4	-54,7	-57,1
EBIT	60,3	62	63,7	65,4	67,7	69,1
Proventi da partecipazioni	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6
Proventi/(oneri) finanziari	-6,3	-6,3	-6,4	-6,5	-6,6	-6,8



EBT	54,6	56,3	57,9	59,5	61,6	62,9
Imposte	-14,8	-15,2	-15,7	-16,1	-16,7	-17
Utile netto	39,8	41	42,2	43,4	44,9	45,8

8.2.2 Stato Patrimoniale previsionale

Stato patrimoniale	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Immobilizzazioni	861,8	883,1	899,5	914,3	925,5	935,1
Partecipazioni	26,8	26,8	26,8	26,8	26,8	26,8
CCN	8,4	9,5	11,5	13,1	17,1	18,5
Fondi per rischi e oneri	-8,5	-8,4	-8,3	-8,1	-7,9	-7,8
Capitale investito netto	888,5	911	929,5	946,1	961,5	972,6
Patrimonio netto	435,1	448,4	461,9	475,7	490,2	504,6
Debito netto/(cassa)	453,4	462,7	467,6	470,4	471,3	468
Tot fonti di finanziamento	888,5	911	929,5	946,1	961,5	972,6

8.3.3 Rendiconto Finanziario previsionale

Rendiconto finanziario	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Utile netto	39,8	41,0	42,2	43,4	44,9	45,8
Ammortamenti	46,3	48,7	51,3	52,4	54,7	57,1
Δ Capitale d'esercizio e altri Δ	17,7	-1,2	-2,1	-1,8	-4,2	-1,5
Δ Capitale d'esercizio	16,7	-1,1	-2	-1,6	-4	-1,4
Altre variazioni	0,99	-0,1	-0,1	-0,2	-0,2	-0,1
Cash flow da attività operative	103,8	88,5	91,4	94	95,5	101,4
Capex lordi	-70,5	-70,3	-67,5	-67,5	-66,0	-67,2
Δ Debiti/crediti attività investimento	0,9	0,01	-0,5	0,01	-0,2	0,2
Contributi, dismissioni e altro	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
Free cash flow	34,5	18,5	23,7	26,8	29,5	34,7
Dividendi distribuiti	-28,2	-27,8	-28,7	-29,6	-30,4	-31,4
Variazione debito netto	6,3	-9,3	-5	-2,8	-0,9	3,3

8.2.4 Stima dei flussi di cassa attesi nel periodo di proiezione esplicita

Fermo quanto analiticamente illustrato nella nota metodologica ai paragrafi precedenti, l'arco temporale da utilizzare ai fini delle proiezioni esplicite dei flussi finanziari dovrebbe essere definito in modo tale che, al termine di tale periodo, l'azienda abbia raggiunto uno stato di equilibrio.

D'altro canto, l'estendersi del periodo di proiezione esplicita ad un arco di tempo eccessivamente lungo, comporterebbe problemi di stima delle grandezze economico-patrimoniali, dovuti alla difficoltà di prevedere con ragionevole certezza eventi e condizioni. La valutazione dei flussi di cassa generati dalla gestione operativa della Società è stata compiuta su un orizzonte temporale di previsione di quattro anni, ovvero dal 2022 e fino al 2025. Tale scelta è stata effettuata dai periti, in aderenza a quanto previamente ipotizzato dal management, per contenere il rischio di valutazione correlato all'estensione temporale dei dati previsionali c.d. "espliciti". Sulla scorta di quanto precede, il numero di anni n utilizzato ai fini della proiezione esplicita dei flussi di cassa è stato assunto pari a 4.

Riducendo l'arcopiano a quattro esercizi, ed utilizzando quale punto di riferimento del Terminal Value il valore del multiplo EV/EBITDA medio di società quotate comparabili, è

possibile ridurre l'aleatorietà correlata all'elaborazione di proiezioni economico-patrimoniali a medio-lungo termine. Così facendo, i risultati di stima ottenuti mediante le procedure operative di valutazione, risultano 0 più attendibili e soprattutto più aderenti al contesto competitivo nel quale opera attualmente l'impresa oggetto di valutazione.

Nell'applicazione del metodo prescelto, abbiamo basato le determinazioni sulla rielaborazione dei dati previsionali forniti dalla Società nell'ambito del *business plan* 2020-2027. I flussi di cassa scelti ai fini del procedimento valutativo utilizzando l'approccio "unlevered" sono, pertanto, i *Free Cash Flow for the Firm (FCFF)*. I dati previsionali dell'azienda includono quindi fonti di finanziamento diverse rispetto al solo capitale di rischio fornito dai propri azionisti attuali e futuri. Tra le componenti di finanziamento più importanti si evidenzia un importante ricorso al finanziamento bancario. Di conseguenza in sede di determinazione del valore corrente teorico riferibile a Toscana Energia, sarà necessario sottrarre un componente a titolo di posizione finanziaria netta (PFN), dal valore ottenuto in applicazione dell'attualizzazione dei flussi di cassa prospettici attesi.

L'attendibilità e la sostenibilità di un dato prospettico relativo a più esercizi futuri, deve considerare e depurare dal calcolo le componenti straordinarie, rendendo i flussi comparabili con gli altri dati di *business plan* e omogenei sotto il profilo monetario, quindi depurati anche 0 gli stessi sono redatti in una prospettiva *stand alone* e che non sono previste, in arcopiano, poste e/o fattori a carattere straordinario che richiedano, da parte del perito, una normalizzazione dei dati prospettici.

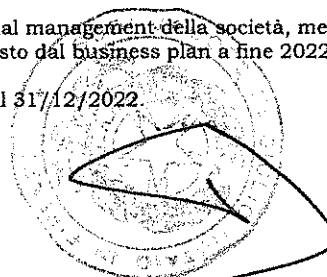
È doveroso premettere che, in applicazione della metodologia valutativa adottata (UDCF) aggiornata alla data del 30/6/2022, si è reso necessario procedere alla acquisizione dei dati consuntivi a pari data e a proiettare **solo il secondo semestre del 2022** calcolato come differenza tra il valore di piano e i dati consuntivi della semestrale.

Tutto quanto doverosamente premesso, i flussi di cassa previsionali FCFF 2022-2025 di Toscana Energia S.p.A. vengono quindi ad assumere la seguente conformazione:

Valutazione - Unlevered DCF ⁴	01-07-2022 31-12-2022 ⁵	2023	2024	2025	2025-TV
EBITDA	56,9	110,7	115	117,8	117,8
Ammortamenti	(23,3)	-48,7	-51,3	-52,4	-52,4
EBIT	33,6	62	63,7	65,4	65,4
Tasse figurative	(9,4)	-17,3	-17,8	-18,2	-18,2
NOPAT	24,2	44,7	45,9	47,1	47,1
Ammortamenti	23,3	48,7	51,3	52,4	52,4
Delta CCN	(17,5)	-1,1	-2	-1,6	0
Investimenti	(37,5)	-70	-67,7	-67,2	-52,4
FCFF	(7,5)	22,3	27,5	30,7	47,1

⁴ Dove i dati al 30 giugno si basano sui consuntivi da noi acquisiti dal management della società, mentre quelli al 31 dicembre 2022 sono calcolati come la differenza tra quanto previsto dal *business plan* a fine 2022 e i dati al 30 giugno 2022.

⁵ I dati si riferiscono al periodo prospettico che va dal 01/07/2022 al 31/12/2022.



Handwritten signature.

In particolare, una volta acquisiti i dati consuntivi al 30 giugno 2022, gli scriventi periti hanno elaborato le seguenti assumptions, necessarie per la proiezione dei flussi di cassa relativi al secondo semestre 2022, in continuità con il business plan 2022-2031:

- EBITDA, ammortamenti, accantonamenti, svalutazioni ed investimenti del secondo semestre 2022 sono stati determinati partendo dai dati del 2022 (da Piano) e sottraendo i risultati conseguiti al 30/06/22
- il delta CCN è stato determinato prendendo il delta CCN del 2022 (da Piano) e sottraendo il flusso registrato da gennaio a giugno 2022

8.3 L'applicazione analitica del Metodo Finanziario al business plan

Ai fini dell'individuazione del valore del capitale economico di Toscana Energia, i sottoscritti periti hanno ritenuto opportuno, anche ai fini di ridurre al minimo il rischio di soggettività valutativa, di prendere come riferimento il WACC specifico del settore delle Utilities europee⁶. In particolare, il costo medio ponderato del capitale utilizzato per l'attualizzazione dei flussi di cassa è quello determinato dal Prof. Aswath Damodaran, docente della New York University, Stern School of Business e massimo esperto nelle valutazioni d'azienda e di finanza aziendale.

Come evidenziato negli elaborati di calcolo, predisposti dal docente, partendo da un panel di 19 imprese del settore delle Utilities operanti in Europa e sviluppando la formula del WACC, esplicitata nel par. 8.1, si ottiene un tasso, aggiornato a gennaio 2022, pari al **2,94% (all.5)**.

Tuttavia, per una completezza e coerenza di trattazione, e al fine di "validare" il tasso di attualizzazione scelto, si riporta uno sviluppo autonomo dei calcoli effettuati dai sottoscritti periti, per addivenire ad una stima puntuale del costo medio ponderato del capitale come meglio specificato in seguito.

Calcolo del WACC

Riprendendo quindi il par. 8.1, il WACC è stimato come segue:

$$WACC = w_e k_e + w_d k_d (1 - t_c)$$

dove:

K_a rappresenta il costo del debito verso banche ed altri finanziatori al netto dell'aliquota fiscale. In altre parole, rappresenta l'incidenza media degli oneri finanziari sul totale dei debiti finanziari verso le banche e verso altri finanziatori maturati dalla Società, come evidenziato nella tabella di seguito esposta (al lordo dell'effetto fiscale):

Tasso di interesse medio 0/n	2022	2023	2024	2025	0/10/17
Importo medio del debito (n;n-1)	456,51	458,01	465,14	469,02	462,17
Interessi	-6,34	-6,34	-6,4	-6,45	-6,38
% interessi	1,40%	1,40%	1,40%	1,40%	1,40%

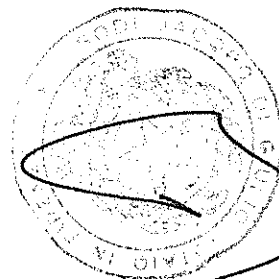
⁶Damodaran, gennaio 2022 - <https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>.

t_e: aliquota fiscale IRES in vigore;

K_e: rappresenta il costo opportunità del capitale proprio e lo si ottiene dalla seguente formula:

$$K_e = r_f + \beta(r_m - r_f)$$

Generalmente la prassi indica di stimare il costo del capitale proprio partendo dal beta unlevered di un panel di Società comparabili come evidenziato nella seguente tabella:



Handwritten signature or initials, possibly "S" or "S9", written in black ink.

Handwritten signature or initials, possibly "R", written in black ink.

Paese	Società	Levered Beta	PEN	Market Cap	Minorities	D/E	Tax rate	Unlevered Beta
Spain	Enagas Sa	0,71	4.276,90	5.304,80	16,22	80,38%	25,00%	0,44
Italy	Snam S.P.A.	0,76	14.021,00	16.870,00	37	82,93%	24,00%	0,47
UK	National Grid Plc	0,69	41.501,00	42.402,08	21	97,83%	19,00%	0,39
Spain	Red Electrica Corp. Sa	0,64	5.662,68	9.882,71	54,05	56,99%	25,00%	0,44
Italy	Terna S.P.A.	0,68	10.002,50	15.188,20	31,1	65,72%	24,00%	0,46
Belgium	Elia Group Sa/Nv	0,64	4.886,30	9.609,86	386,4	48,88%	25,00%	0,47
Italy	Italgas Spa	0,7	4.980,00	4.676,35	251,1	101,07%	24,00%	0,4
Portugal	Redes Energeticas Nacionais	0,72	2.362,00	1.859,43	-	127,03%	21,00%	0,36
					Media	82,60%		0,43
					Mediana	81,65%		0,44

I beta levered (basati su dati passati) sono acquisiti da un primario provider di riferimento di settore e, come si evince dalla tabella sopra esposta, rientrano all'interno di un panel di società europee ed extra-Ue comparabili. In aggiunta, al fine di fornire un approccio basato su valori in proiezione futura, i beta levered sono stati aggiustati applicando la Formula di Blume⁷.

Come esplicitato nel paragrafo 8.2.4, dai beta unlevered delle società comparabili si ottiene un valore medio ed un valore mediano, punti di partenza per ottenere il Beta levered specifico di Toscana Energia.

I sottoscritti periti hanno preso come riferimento il **beta unlevered mediano**, in accordo con la prassi valutativa internazionale, al fine di evitare possibili distorsioni (bias) causate dalla presenza di valori estremi (outliers), che ammonta nel caso specifico a **0,44**.

⁷ $\beta_{L,ADJUSTED} = \beta_L \left(\frac{2}{3} \right) + \frac{1}{3}$

Come Debt-to-Equity ratio è stato scelto il minore tra il valore medio ed il valore mediano della tabella di cui sopra, ossia **81,65%**. Conseguentemente, D/D+E (w_d) sarà pari al **45%**, mentre E/D+E (w_e) al **55%**.

Applicando le formule esplicitate in precedenza si ottiene un **beta levered specifico di 0,72⁸**.

Per ottenere il K_e si prende come R_f il rendimento medio dei BTP ventennali riferiti ad aprile 2022 che ammonta al **2,5% (all.6)**.

Inoltre, come **ERP (all.7)** viene preso un tasso del **4,2%** che corrisponde all'ERP della Germania (Damodaran, Gennaio 2022). Viene utilizzata la componente di rischio associata al paese o nel risk free (come in questo caso) o nell'ERP e, coerentemente, un ERP di un'economia matura o un risk free senza rischio paese (es. ERP italiano e bund tedesco). Infatti, è prassi valutativa condivisibile quella di inserire la componente di rischio associata al Paese (in questo caso l'Italia) alternativamente nel risk free o nell'equity risk premium e non in entrambi per evitare double counting.

Dai valori sopra esplicitati, si arriva al seguente capitale di rischio (K_e):

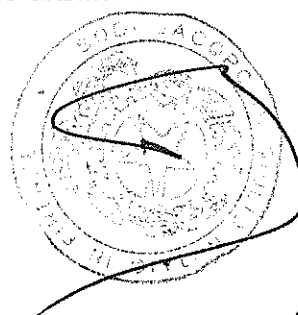
Variable	Country Rf + Mature mkt premium
Unlevered beta	0,44
D/E	82%
Tax Rate	24%
Levered beta	0,72
Risk free rate	2,50%
Market Risk Premium	4,20%
Ke	5,50%

In conclusione, applicando la formula del **WACC**:

Enel Energia	WACC
Pre-Tax Kd	1,40%
Corporate Tax Rate	24%
Kd	1%
K_e	5,50%
E/(D+E)	55%
Kd	1,00%
D/(D+E)	45%
WACC	3,50%

Tutto quanto sopra premesso ed alla luce della più ampia operazione di aggregazione nel cui perimetro ricade indirettamente la Società oggetto di valutazione, per una maggiore omogeneità dei dati di input, i sottoscritti periti ritengono opportuno, come specificato in premessa, utilizzare il WACC medio del settore Utilities estratto dalla Banca Dati del Prof.

⁸ $\beta_L = \beta_U \left\{ 1 + \left[(1-t_c) \frac{D}{E} \right] \right\}$



Handwritten signature and initials.

Damodaran, gennaio 2022 che risulta pari al 2,94%. Tale valore può essere considerato attendibile anche in virtù dei risultati del calcolo autonomo del WACC di cui sopra.

Per l'attualizzazione, oltre ad utilizzare il WACC del 2,94%, si è deciso di applicare la "mid-year convention".

La Convenzione di metà anno tratta i flussi di cassa liberi previsti (FCF) come se fossero generati a metà del periodo.

Poiché gli afflussi e i deflussi di cassa si verificano continuamente durante tutto l'anno, potrebbe essere impreciso presumere che i proventi di cassa siano tutti ricevuti alla fine di ogni anno. Come compromesso, l'attualizzazione di metà anno è spesso integrata nei modelli DCF per presumere che gli FCF vengano ricevuti a metà del periodo annuale.

Calcolo del valore economico del capitale della Società

Di seguito si riporta la tabella che evidenzia l'attualizzazione dei FCFF 2022-2025, si deve premettere che, in applicazione della metodologia valutativa adottata (UDCF), e quindi andando a considerare la PFN alla data del 30/06/2022, si è reso necessario procedere alla acquisizione dei dati consuntivi a pari data e a proiettare **solo il secondo semestre del 2022** calcolato come differenza tra il valore di piano e i dati consuntivi della semestrale.

Valutazione - Unlevered DCF	2022 ⁹	2023	2024	2025	2025-TV
EBITDA	56,9	110,7	115	117,8	117,8
Ammortamenti	(23,3)	-48,7	-51,3	-52,4	-52,4
EBIT	33,6	62	63,7	65,4	65,4
Tasse figurative	(9,4)	-17,3	-17,8	-18,2	-18,2
NOPAT	24,2	44,7	45,9	47,1	47,1
Ammortamenti	23,3	48,7	51,3	52,4	52,4
Delta CCN	(17,5)	-1,1	-2	-1,6	0
Investimenti	(37,5)	-70	-67,7	-67,2	-52,4
FCFF	(7,5)	22,3	27,5	30,7	47,1
FCFF attualizzati	(7,4)	21,4	25,6	27,8	n/a

Il flusso di cassa 2025/TV è stato considerato in perpetuity come di consueto con Δ Capitale Circolante Netto pari a zero e con Capex (Capital Expenditure, ossia spese in conto capitale) pari agli ammortamenti (nello specifico euro 52,4 milioni).

Il flusso di cassa esplicito attualizzato ottenuto come somma di tutti i flussi di cassa 2022-2025 ammonta ad **euro 67,4 milioni**.

È necessario sottolineare che, seppur la dottrina indichi all'interno dell'implementazione del metodo del DCF, di calcolare il Terminal Value¹⁰ come flusso in perpetuity, nel caso oggetto

⁹ I dati si riferiscono al periodo prospettico che va dal 01/07/2022 al 31/12/2022.

¹⁰ valore che l'azienda assume al momento della vendita (o un valore finale che, sinteticamente, rappresenti la capacità dell'azienda di generare flussi di cassa oltre una previsione fatta). Generalmente, viene stimato utilizzando la seguente formula (post attualizzazione):

$$\frac{FCFF_{n+1}}{(WACC_{TV}-g)(1+WACC_{n+1})^{n+1}}$$

riteniamo opportuno calcolare tale valore utilizzando il multiplo EV/EBITDA 2022E medio di società quotate comparabili appartenenti allo stesso settore di Toscana Energia.

La dottrina pone grande enfasi sulla necessità di elaborare un business plan attendibile relativamente al periodo di previsione esplicita (solitamente pari, si è detto, a 3/5 anni). Ciononostante, è lasciato a una misura sintetica come il Terminal Value, il compito di determinare la parte più significativa del valore dell'azienda.

Nello specifico, i valori della capitalizzazione di mercato, dell'Enterprise Value e dei multipli EV/EBITDA prospettici, sono stati estrapolati dalle analisi dei principali provider del settore (i.e. MedioBanca, JP Morgan, Goldman Sachs), come evidenziato dalla seguente tabella:

Società	Paese	Mkt Cap (€m)	EV (€m)	EV/EBITDA	
				2022E	2023E
Italgas Spa	Italia	4.676	10.054	9,6x	8,7x
Enagas Sa	Spagna	5.305	7.071	8,3x	8,6x
Snam S.P.A.	Italia	16.870	28.644	13,1x	12,6x
National Grid Plc	UK	51.330	101.111	13,8x	13,0x
Red Electrica Corp. Sa	Spagna	9.883	15.086	9,9x	9,8x
Terna S.P.A.	Italia	15.188	25.088	13,4x	12,9x
Elia Group Sa/Nv	Belgio	9.610	15.507	14,5x	13,5x
Redes Energeticas Nacionais Sa	Portogallo	1.859	3.984	8,7x	8,5x
Media				11,4x	11,0x
Mediana				11,5x	11,2x

Il TV ammonta quindi ad **euro 1.344 milioni** ed è dato dall'EBITDA 2025-TV che ammonta ad euro 117,8 milioni moltiplicato per 11,4 ovvero EV/EBITDA 2022 medio della tabella sopra riportata.

Anche il TV deve essere attualizzato utilizzando il WACC del 2,94% senza però fare ricorso anche alla mid-year convention poiché si tratta di un flusso di cassa finale e perpetuo.

Il TV attualizzato ammonta ad **euro 1.197 milioni**, come evidenziato dalla tabella sottostante:

Valutazione	€/000	%
Periodo esplicito	67,37	5%
Terminal Value	1.197,24	95%
Enterprise value	1.264,61	100%

Sommando il periodo esplicito di 67,4 milioni al TV di 1.197 milioni si ottiene un **Enterprise Value di euro 1.265 milioni**.

Una volta ottenuto l'Enterprise Value, per raggiungere l'**Equity Value** dobbiamo rettificare l'importo dell'EV della Posizione Finanziaria Netta e di altri Adjustments, come evidenziato nella tabella successiva:

+	Enterprise Value (EV)
---	-----------------------



[Handwritten signature]

[Handwritten signature]

+/-	PFN ¹¹
-	Minorities
+	Surplus Assets
-	Eventuali passività da Fondi pensione
-	Eventuali passività da Fondi accantonamento
=	Equity Value (EqV)

Nello specifico:

		Importi in €/000
+	Enterprise Value (EV)	1.265
+/-	PFN	465
-	Minorities	-
+	Surplus Assets	27
-	Eventuali passività da Fondi pensione	6
-	Eventuali passività da Fondi accantonamento	4
=	Equity Value (EqV)	817

La stima del 100% dell'Equity Value al 30 giugno 2022 ammonta ad euro 817 milioni.

Prudenzialmente, i sottoscritti periti arrotondano il risultato di cui sopra per difetto ad **euro 810 milioni**. Pertanto, il valore economico di n. 30.134.618 azioni, senza tener conto di premi o sconti, rappresentative del 20,6% del capitale sociale di Toscana energia S.p.A. risulta essere pari a circa **euro 167 milioni**.

9. Metodo di controllo

9.1 Metodo dei multipli, considerazioni generali

Per confermare la valutazione ottenuta, la prassi valutativa richiede generalmente l'applicazione di altri metodi, definiti dalla dottrina come "metodi controllo".

Nella presente relazione di stima viene preso a riferimento come metodo di controllo il metodo dei multipli nella sua più comune versione del metodo dei multipli di mercato.

Il criterio dei multipli, pur ricadendo nella metodica di mercato e non in quella dei flussi di risultato attesi (come il DCF), rappresenta una valutazione relativa che permette di individuare il valore dell'azienda sintetizzando in un unico numero il processo di attualizzazione dei flussi di risultato attesi.

Già partendo da questa osservazione, si intuisce come tale metodo, che di per sé è rappresentato da un quoziente prelevato da un campione di entità con caratteristiche simili, ossia società che siano relativamente omogenee in relazione alla capacità di generare flussi di cassa, alla crescita attesa e all'incertezza associata ai flussi prospettici, in realtà si

¹¹ Comprensiva dei dividendi ancora da distribuire

presenta come un metodo molto complesso. La complessità dipende non solo dalla difficoltà nell'individuare il campione di società comparabili da cui estrarre il multiplo, ma dal fatto che l'apparente sinteticità del metodo nasconde in realtà una costruzione articolata, dove il numeratore rappresenta il risultato di un criterio analitico di valutazione ed il denominatore la variabile guida di quel criterio.

È necessario sottolineare che la valutazione relativa perde di efficienza qualora il campione selezionato non sia omogeneo all'azienda oggetto di valutazione. Un campione formato da società appartenenti al medesimo settore ed allo stesso mercato di quotazione porterà a risultati sicuramente migliori. Tuttavia, spesso si riscontrano difficoltà nella scelta dei peers, soprattutto nel contesto italiano. Pertanto, qualora necessario, l'esperto è tenuto a costruire un campione che includa società quotate su mercati esteri e magari anche non appartenenti allo stesso settore rispetto all'azienda oggetto di valutazione, ma che presentano in comune elementi quantitativi e qualitativi, quali tasso di crescita e profilo di rischio, dimensione, profitability, Debt-to-Equity ratio, posizionamento competitivo e altri parametri rilevanti.

Questi metodi si differenziano tra multipli asset side ed equity side. I primi, pongono al numeratore il valore di mercato dell'attivo operativo dell'impresa (EV) e al denominatore grandezze o margini operativi generati dagli asset operativi. I secondi assumono al numeratore il prezzo per azione (P) e al denominatore una delle possibili configurazioni del reddito netto (includendo la componente finanziaria) che di fatto è il risultato di gestione destinato agli azionisti.

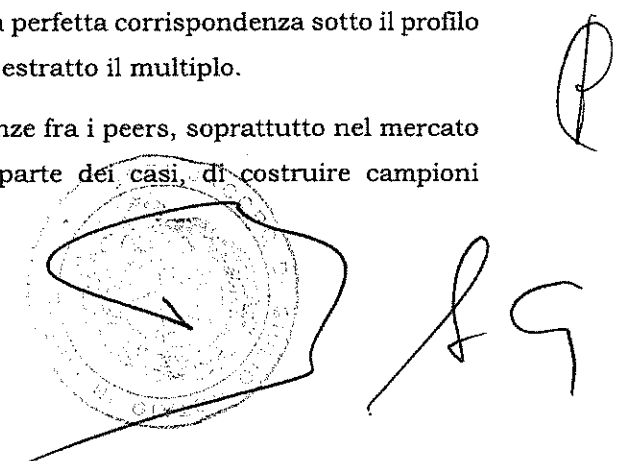
Dunque, se il denominatore è rappresentato da una grandezza che si riferisce all'intera azienda (ricavi, EBITDA, EBIT, NOPAT), allora per rendere omogeneo il rapporto si dovrà operare con un multiplo di tipo asset side. Se invece al numeratore è presente il prezzo per azione (P) allora il denominatore deve riferirsi all'utile netto per azione (o sue configurazioni), dunque un multiplo equity side.

Esempi di multipli	
Asset side	Equity Side
EV/NOPAT	P/E
EV/EBIT	P/BookValue
EV/EBITDA	

Nella presente relazione di stima, si prendono come riferimento multipli **asset side**.

Definiti i termini del rapporto, cioè il numeratore ed il denominatore, caratterizzati per un forte nesso di causalità, si dovrà considerare la necessità o meno di doverli rettificare ai fini della valutazione, in quanto difficilmente risulterà una perfetta corrispondenza sotto il profilo delle variabili, citate precedentemente, da cui è stato estratto il multiplo.

Come già evidenziato, devono essere accettate differenze fra i peers, soprattutto nel mercato domestico, che non ci consentono, nella maggior parte dei casi, di costruire campioni perfettamente allineati all'impresa oggetto di stima.



9.2 Metodo dei multipli di mercato

Il metodo dei multipli di mercato si fonda sull'analisi dei valori di mercato riferiti alle società comparabili e sulla successiva applicazione dei multipli, evidenziati da tale analisi, ai valori della azienda oggetto di valutazione.

L'obiettivo del metodo è quindi quello di determinare in via analogica il valore di un'azienda, adottando dei rapporti, ossia multipli, fondati sui prezzi dei titoli di società comparabili quotate. Si procede quindi moltiplicando il quoziente per la corrispondente grandezza dell'azienda oggetto di valutazione.

Riassumendo, la metodologia dei multipli di mercato si fonda su due assunti:

1. esistono parametri di performance che possiedono una relazione di diretta proporzionalità con il valore di un'impresa;
2. tale correlazione tende ad essere omogenea tra imprese appartenenti allo stesso settore:

$$EV = f(\text{Misura di Performance})$$

selezionando adeguatamente un peer group di società comparabili per le quali è conosciuto l'Enterprise Value, è possibile individuare una costante, ovvero un multiplo, tra l'Enterprise Value (al numeratore, risultato dell'impiego di un metodo di valutazione) e una performance measure (al denominatore, in grado di spiegare la risultanza del metodo posto al numeratore).

$$\text{Asset Side Multiple} = \frac{EV}{\text{Performance Measure}}$$

Vi sono diverse fasi nell'applicazione di tale metodo, di seguito riassunte:

- a) identificazione delle società comparabili;
- b) determinazione dell'intervallo temporale di riferimento, il cui fine risulta la neutralizzazione di eventi a carattere eccezionale, fluttuazioni di breve periodo e tensioni speculative; allo stesso tempo, ha il compito di riflettere le informazioni rese disponibili al mercato. Questa fase implica, in particolare, la scelta fra l'utilizzo di una media relativa ad un determinato intervallo temporale e l'applicazione di un valore puntuale;
- c) identificazione dei multipli ritenuti più significativi, che avviene solitamente sulla base delle caratteristiche del settore e del campione in esame;
- d) stima delle grandezze reddituali, patrimoniali e finanziarie dell'azienda oggetto di valutazione;
- e) applicazione dei multipli alle aziende in esame.

L'ipotesi di base consiste nell'assumere che il valore di una impresa, sia proporzionalmente collegato all'andamento di una variabile economica prescelta come parametro di

performance. Dal punto di vista dei calcoli, conoscendo il valore o il prezzo di alcune imprese comparabili e di una variabile strettamente collegata agli stessi, sarà possibile costruire un rapporto medio tra le due grandezze osservate. Conoscendo il valore della variabile di riferimento sviluppata dalla società oggetto di valutazione, si assume valida la medesima relazione (rapporto medio) rilevata per il campione delle società comparabili, da cui consegue che il valore ricercato delle società da valutare sarà pari al prodotto fra il valore che la variabile di riferimento assume nella società oggetto di valutazione e il rapporto medio osservato fra le imprese comparabili.

Riguardo al punto (a) di cui sopra, è necessario sottolineare una serie di parametri da tener conto per la costruzione di un panel razionale ed efficiente, classificati in base a tre livelli di confrontabilità:

1. confronto infra-settoriale nazionale;
2. confronto infra-settoriale internazionale;
3. confronto inter-settoriale.

Il primo livello risulta il più semplice ed immediato, oltre a produrre i migliori output. Questo implica che, laddove attraverso tale ricerca si riesca a costruire un campione congruo ed accurato, è possibile non estendere l'analisi a successivi livelli. Come più volte specificato, la situazione ivi descritta si verifica di rado, soprattutto nel mercato domestico. Il confronto infra-settoriale nazionale dovrebbe orientarsi lungo due direttrici di analisi, basate sull'indagine di elementi sia qualitativi che quantitativi (come i dati economici e finanziari storici e prospettici). Il campione individuato dovrebbe essere rappresentato dalle società che presentano affinità con la realtà oggetto di valutazione secondo entrambe le direttrici.

Riguardo al punto (c) di cui sopra, è necessario sottolineare l'idea che il valore di una società possa essere posto in relazione ad una variabile significativa e che tale relazione sia valida anche per le società comparabili. Tendenzialmente, la scelta del moltiplicatore si riflette su quello che garantisce il miglior trade-off, compatibilmente con la sua variabilità.

In conclusione, è evidente come l'affidabilità e la diffusione di questo metodo fra gli operatori del sistema passi necessariamente dallo sviluppo e dall'efficienza dei mercati.

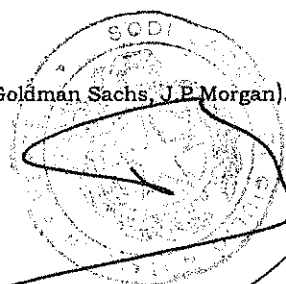
9.2.1 Applicazione del metodo del multiplo di mercato

Considerazioni sulla scelta del multiplo

Il processo valutativo si è focalizzato sul multiplo EV/EBITDA (ovvero sul rapporto fra valore economico del capitale investito e il differenziale fra costi e ricavi monetari gestionali), in particolare:

- EV/EBITDA 2022E, considerando le proiezioni dell'anno 2022;
- EV/EBITDA 2023E, considerando le proiezioni dell'anno 2023¹²;

¹² Basate sugli studi dei principali analisti finanziari (i.e. MedioBanca, Goldman Sachs, J.P.Morgan).



A handwritten signature, possibly 'P', located on the right side of the page.

A handwritten signature, possibly 'S', located at the bottom right of the page.

L'assunto su cui si basa tale metodo è rappresentato dalla relazione tra l'EBITDA ed il valore economico di un'impresa. Come anticipato, multipli così definiti risentono della struttura finanziaria delle imprese e si richiede quindi l'individuazione di aziende con una struttura di capitale coerente con quella che si intende valutare.

La valida applicazione del metodo in questione, oltre a presupporre che vi sia un mercato efficiente e continuo per la trattazione del bene da valutare, richiede anche che l'estensione dei moltiplicatori avvenga tra imprese che siano sufficientemente confrontabili, pena la non significatività dell'analisi.

Inoltre, non può essere sottovalutata la scelta degli indicatori che meglio pongono in evidenza i *driver* di valore dell'impresa. Date le caratteristiche del settore delle *utilities*, l'EBITDA rappresenta sicuramente il parametro più oggettivo e comparabile. Tuttavia, è bene tener presente i pericoli insiti nell'applicazione di tale modello, poiché le *utilities* regolate sono, nei fatti, in numero ancora esiguo, seppur parte della dottrina ritenga che il numero possa incontrare tassi di crescita significativi, dato il loro ruolo centrale nello sviluppo di tematiche sostenibili.

Applicazione empirica

In riferimento all'identificazione di società comparabili, data la difficoltà di reperire un esiguo numero di peers operanti in Italia, si è pervenuti alla seguente selezione:

METODO DEI MULTIPLI - PEERS					
Società	Paese	Mkt Cap (€m)	EV (€m)	EV/EBITDA	
				2022E	2023E
Italgas Spa	Italia	4.676	10.054	9,6x	8,7x
Enagas Sa	Spagna	5.305	7.071	8,3x	8,6x
Snam S.P.A.	Italia	16.870	28.644	13,1x	12,6x
National Grid Plc	UK	51.330	101.111	13,8x	13,0x
Red Electrica Corp. Sa	Spagna	9.883	15.086	9,9x	9,8x
Terna S.P.A.	Italia	15.188	25.088	13,4x	12,9x
Elia Group Sa/Nv	Belgio	9.610	15.507	14,5x	13,5x
Redes Energeticas Nacionais Sa	Portogallo	1.859	3.984	8,7x	8,5x
Media				11,4x	11,0x
Mediana				11,5x	11,2x

Ai fini dell'implementazione della valutazione con il metodo dei multipli di mercato, in particolare EV/EBITDA 2022E ed EV/EBITDA 2023E, si sono sviluppate le seguenti considerazioni:

- i valori dell'EBITDA da utilizzarsi nel processo valutativo sono stati definiti nella misura prevista per il 2022 e 2023 pari ad euro 107 milioni ed euro 110 milioni. Tali grandezze in via prudenziale sono state assunte in riferimento al business plan da noi acquisito da Alia S.p.A. (in virtù del Protocollo d'Intesa citato precedentemente), basato sugli andamenti futuri attesi e raggiungibili con ragionevole probabilità, sulla

base delle premesse economiche in atto e confermate nella situazione contabile al 31 dicembre 2021, di cui i sottoscritti esperti hanno potuto prendere atto;

- ai fini valutativi, sono stati presi come riferimento i multipli mediani EV/EBITDA 2022E (11,5x) e EV/EBITDA 2023E (11,2x) del panel delle Società comparabili;
- per fornire un singolo intervallo di valori, si è partiti prima dalla definizione di due range¹³ (uno per il 2022 e uno per il 2023), incrementando e riducendo i multipli mediani di 0,5x, per poi prendere come riferimento il valore minimo e il valore massimo dei suddetti intervalli;
- una volta ricavato il range di valori dell'EV, per ricavare l'EqV si deduce la PFN al 30 giugno 2022 pari ad € 464,54 milioni

METODO DEI MULTIPLI DI MERCATO EV/EBITDA						
Toscana Energia	2022E			2023E		
	-0,5x	Standard	+0,5x	-0,5x	Standard	+0,5x
Multiplo		11,5			11,23	
Multiplo Adjusted	11,0	11,5	12,0	10,73	11,23	11,73
EBITDA (€/mln)		106,59			110,72	
EV (€/mln)	1.177,10	1.230,39	1.283,69	1.188,03	1.243,39	1.298,75
	Min			Max		

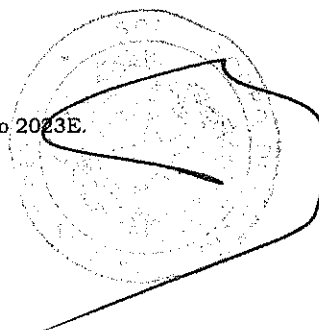
METODO DEI MULTIPLI DI MERCATO EV/EBITDA		
(€/mln)	Min	Max
EV	1.177,10	1.298,75
PFN (30/06/2022)	(464,54)	
Altri aggiustamenti	16,14	
EqV	728,7	850,35

In conclusione, applicando i parametri illustrati nel precedente paragrafo, si ottiene un range valutativo complessivo che va da euro 729 milioni ad euro 850 milioni. Come evidenziato nel par.9.1, il valore puntuale del capitale economico di Toscana Energia, ottenuto attraverso il metodo principale, risultante pari a circa euro 810 milioni, ricade nell'intervallo di valori ottenuto con il metodo di controllo di cui sopra.

10. Assunzioni base nel processo valutativo e condizioni limitative

La presente valutazione, ed in generale lo svolgimento dell'incarico, deve essere interpretato alla luce delle seguenti ipotesi e limitazioni, comuni per lo più a quelle previste dalla AICPA (*American Institute of Certified Public Accountants*) nel documento "Statement on Standards

¹³ Calcolati come il prodotto tra il multiplo e l'EBITDA 2022E o 2023E.



Handwritten signature and scribbles on the right side of the page.

for Valuation Services One, Valuation of a Business, Business Ownership Interest, Security, or Intangible Assets”:

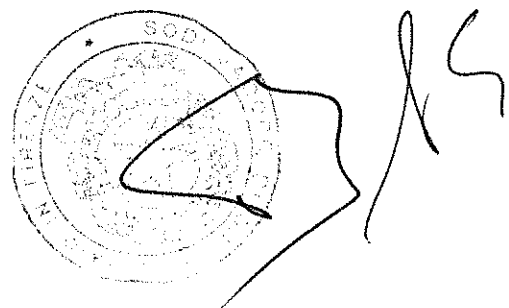
- la stima del valore presentata è valida solo per le finalità stabilite nella lettera di incarico;
- la relazione e la stima di valore a cui si arriva sono di uso esclusivo del committente e per il solo utilizzo stabilito. Non possono essere impiegate per altri fini o da parti terze. In ogni caso le conclusioni a cui si arriva dipendono dalle informazioni fornite dalla Società;
- le informazioni di carattere generale sul settore e quelle di natura statistica sono state ottenute da fonti ritenute attendibili. Tuttavia, non si è proceduto alla verifica delle stesse e si assumono come date;
- tutte le informazioni di carattere specifico utilizzate sono state fornite dalla Società che resta pertanto unica responsabile della completezza delle stesse; i riferimenti a valori e/o a tassi “di mercato”, quando richiamati all’interno del presente parere – e ferme restando le illustrazioni specifiche fornite infra – devono essere considerati esclusivamente relativi alle generali prassi di valorizzazione e di *pricing* empiricamente riscontrabili sul mercato;
- non si fornisce nessuna garanzia sulla effettiva raggiungibilità dei risultati futuri previsti dalla Società perché frequentemente eventi e circostanze non seguono il corso previsto. Differenze tra i risultati effettivi e quelli programmati possono quindi realizzarsi e comunque dipendono dalle scelte del management;
- Le conclusioni della perizia si fondano sulla assunzione che venga mantenuto un *management* della qualità attuale e che il carattere e l’integrità dell’impresa non muti in maniera significativa, nonostante l’eventuale cessione, riorganizzazione ecc...;
- le attività di supporto valutativo sono basate su informazioni relative alla data di conclusioni delle attività peritali;
- l’incarico non prevede né implica alcuna attività di revisione e certificazione contabile. Tale incarico non prevede né implica, altresì, lo svolgimento di procedure di verifica finalizzate all’individuazione di errori, inesattezze, passività latenti di qualsiasi natura non riflesse nei documenti e nelle informazioni messe a disposizione dalla Società oggetto di valutazione;
- tutta la documentazione utilizzata nel corso dell’attività ha natura riservata e non sarà resa nota o altrimenti messa a disposizione di terzi esterni senza il Vostro preventivo assenso;
- il *Business Plan 2022-2027* è stato acquisito acriticamente;
- tutte le tabelle contenute nel presente lavoro sono state predisposte su fogli di calcolo elettronico; nelle stesse, perciò, sono riscontrabili alcune approssimazioni ed arrotondamenti derivanti esclusivamente dalla modalità di esposizione dei dati. Le

elaborazioni relative alle analisi quantitative sono state effettuate utilizzando il software Microsoft Excel®;

- il committente riconosce e concorda che gli obblighi derivanti dal presente documento (quali esplicitamente previsti nello stesso o derivanti dalla legge) hanno natura di prestazioni d'opera intellettuale senza alcuna garanzia di risultato;
- il nostro parere è formulato alla luce degli elementi di previsione ragionevolmente ipotizzabili e, pertanto, non tiene conto della possibilità del verificarsi di eventi di natura straordinaria e non prevedibile (nuove normative di settore, variazioni della normativa fiscale, catastrofi naturali, sociali e politiche, nazionalizzazioni, ecc.).

Si precisa inoltre che:

- il valore corrente teorico del capitale economico di una società, di un'azienda o ramo di azienda si distingue dal valore potenziale e dal prezzo;
 - a. **il valore corrente teorico** esprime un valore quanto più possibile generale, razionale, dimostrabile, obiettivo e stabile e rappresenta il prezzo al quale una società o un'azienda verrebbe scambiata tra un venditore ed un compratore, intenzionati a chiudere l'operazione, ciascuno dei quali agisce nel proprio interesse e ai fini di ottenere un guadagno, ed entrambi essendo ugualmente bene informati sull'azienda e sul mercato in cui essa opera; lo stesso, quindi, rappresenta una opinione, sostanzialmente razionale e dimostrabile, connessa all'interpretazione professionale di una realtà complessa;
 - b. **il valore potenziale** esprime invece una valutazione della società o dell'azienda nella prospettiva dell'utilità della sua acquisizione o cessione da parte di uno specifico soggetto. È il valore più alto che un potenziale acquirente è disposto a riconoscere al venditore, tiene conto delle sinergie ottenibili tramite l'acquisizione e può essere diverso dal prezzo effettivamente riconosciuto in quanto non sconta il potere contrattuale delle controparti e l'eventuale presenza di altre circostanze concrete che possono incidere sul negoziato e sulla definizione del prezzo;
 - c. **il prezzo** esprime infine l'effettivo ammontare al quale la società o l'azienda viene scambiata tra le parti; è frutto dell'attività negoziale e risente di una serie di elementi di natura contingente e soggettiva quali, tra gli altri, il diverso valore che potrebbe scaturire dalla eventuale separata negoziazione di quote di maggioranza (che possono prevedere un c.d. "premio di maggioranza") o di minoranza (per i quali potrebbero essere previsto il c.d. "sconto di minoranza").



11. Le risultanze dei metodi di valutazione adottati

Il valore corrente teorico del capitale economico riferibile a Toscana Energia alla data di riferimento del 30 giugno 2022 è stato ottenuto utilizzando i metodi valutativi illustrati nel presente lavoro, ovvero il metodo finanziario dell'*Unlevered Discounted Cash Flow* come metodo principale e il metodo di valutazione relativa dei multipli come metodo di controllo.

Alla luce di tutto quanto emerso, appare ragionevole e prudente precisare che le risultanze delle due metodologie hanno fornito risultati allineati, segnale della coerenza degli input e delle assunzioni di base dei due metodi.

La sintesi delle analisi valutative è riportata nel seguente prospetto:

EQUITY VALUE - TOSCANA ENERGIA			
(€/mln)	Min	Standard	Max
DCF		810	
Multipli - mercato	729		850

Detta stima, in sostanza, identifica il risultato più rappresentativo della peculiare configurazione del valore ricercata ed evidenzia un valore complessivo riferibile al capitale economico di Toscana Energia S.p.A., arrotondabile, a circa euro 810 milioni, cui corrisponde un valore di euro 166.860 mila, pari al 20,6% del capitale sociale.

12. Conclusioni

In relazione a tutto quanto sopra esposto, sulla base dei riscontri effettuati e dei diversi accertamenti eseguiti e tenuto conto di quanto previsto dall'art. 2343 del Codice Civile, i sottoscritti periti estimatori attestano che la stima del valore delle azioni attribuibile al patrimonio sociale facente capo al Comune di Firenze in Toscana Energia S.p.A., tenuto conto della consistenza patrimoniale della Società e delle sue prospettive reddituali alla data di riferimento del 30 giugno 2022, risulta essere non inferiore a quello ad esse attribuito ai fini della determinazione del capitale sociale e del sovrapprezzo.

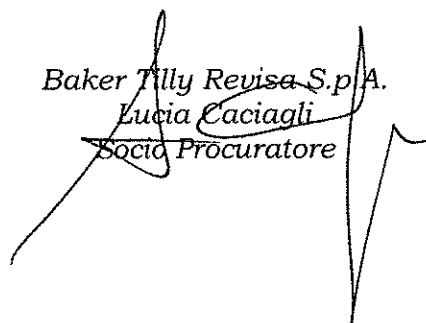
Firenze, 3 Agosto 2022

I PERITI

Dott. Iacopo Conti

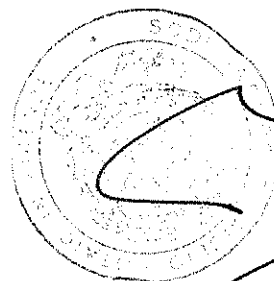


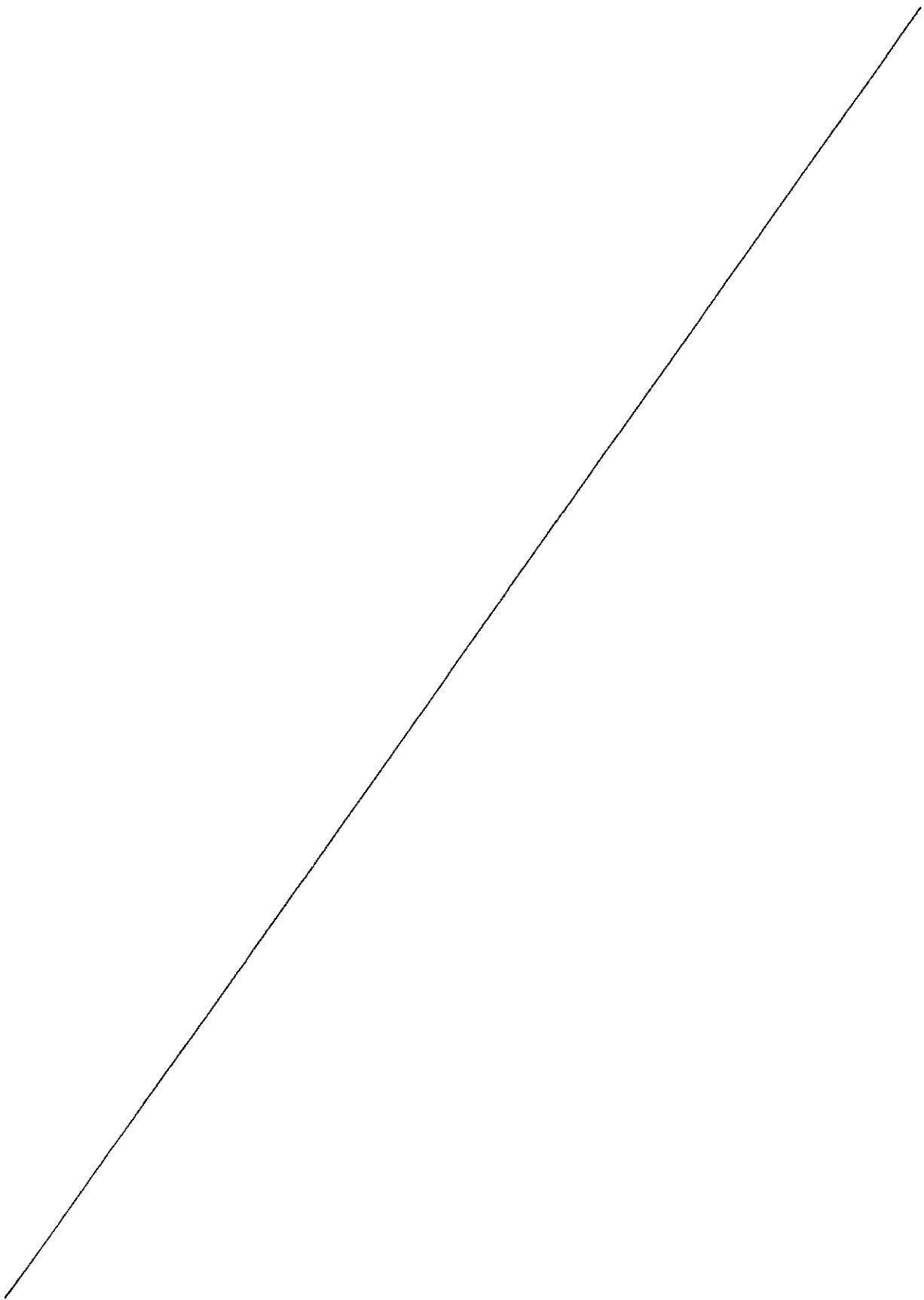
Baker Tilly Revisi S.p.A.
Lucia Caciagli
Socio Procuratore



Allegati:

1. Incarico del Tribunale;
2. Progetto di Fusione;
3. Bilancio Semestrale al 30 giugno 2022; Relazione sulla Gestione al 30 giugno 2022;
4. Business Plan Toscana Energia 2022-2027;
5. WACC Prof. Damodaran – gennaio '22
6. Risk Free Rate;
7. Market Risk Premium Germania (Damodaran gennaio '22).





10. E' necessario infine aggiungere che: (i) in data 9 marzo 2017, Alia ha emesso un prestito obbligazionario quotato sul mercato regolamentato dell'Irish Stock Exchange - Euronext Dublin, per Euro 50 milioni, avente scadenza in data 9 marzo 2024 e codice identificativo ISIN: XS1577353573; e (ii) in data 23 febbraio 2022, Alia ha emesso un prestito obbligazionario quotato sul mercato regolamentato dell'Irish Stock Exchange - Euronext Dublin, per Euro 90 milioni, avente scadenza in data 23 febbraio 2028 e codice identificativo ISIN: IT0005467680. Alla luce di tale circostanza, in conformità all'art. 2501-*sexies*, comma 3, secondo periodo, c.c., l'esperto comune dovrà necessariamente essere una società di revisione iscritta nell'albo speciale tenuto dalla Consob.

TUTTO CIÒ PREMESSO

le Parti, come sopra rappresentate e difese,

CHIEDONO

che codesto Ill.mo Tribunale voglia, ex art. 2501-*sexies*, quarto comma, nominare un esperto comune per tutte le istanti (che, ai sensi dell'art. 2501-*sexies*, comma 3, secondo periodo, c.c. dovrà essere una società di revisione iscritta nell'albo speciale tenuto dalla Consob), affinché questi provveda a redigere la relazione sulla congruità del rapporto di cambio della Fusione di cui alle precedenti premesse, nonché, in applicazione del settimo comma dell'art. 2501-*sexies* c.c., alla relazione di stima dei conferimenti in natura ex art. 2343 c.c. di cui alle medesime premesse.

Si dichiara di voler ricevere le comunicazioni di cancelleria relative al presente procedimento, a mezzo posta elettronica certificata ai seguenti indirizzi: gherardo.soresina@firenze.pecavvocati.it, pietro.chelazzi@firenze.pecavvocati.it.

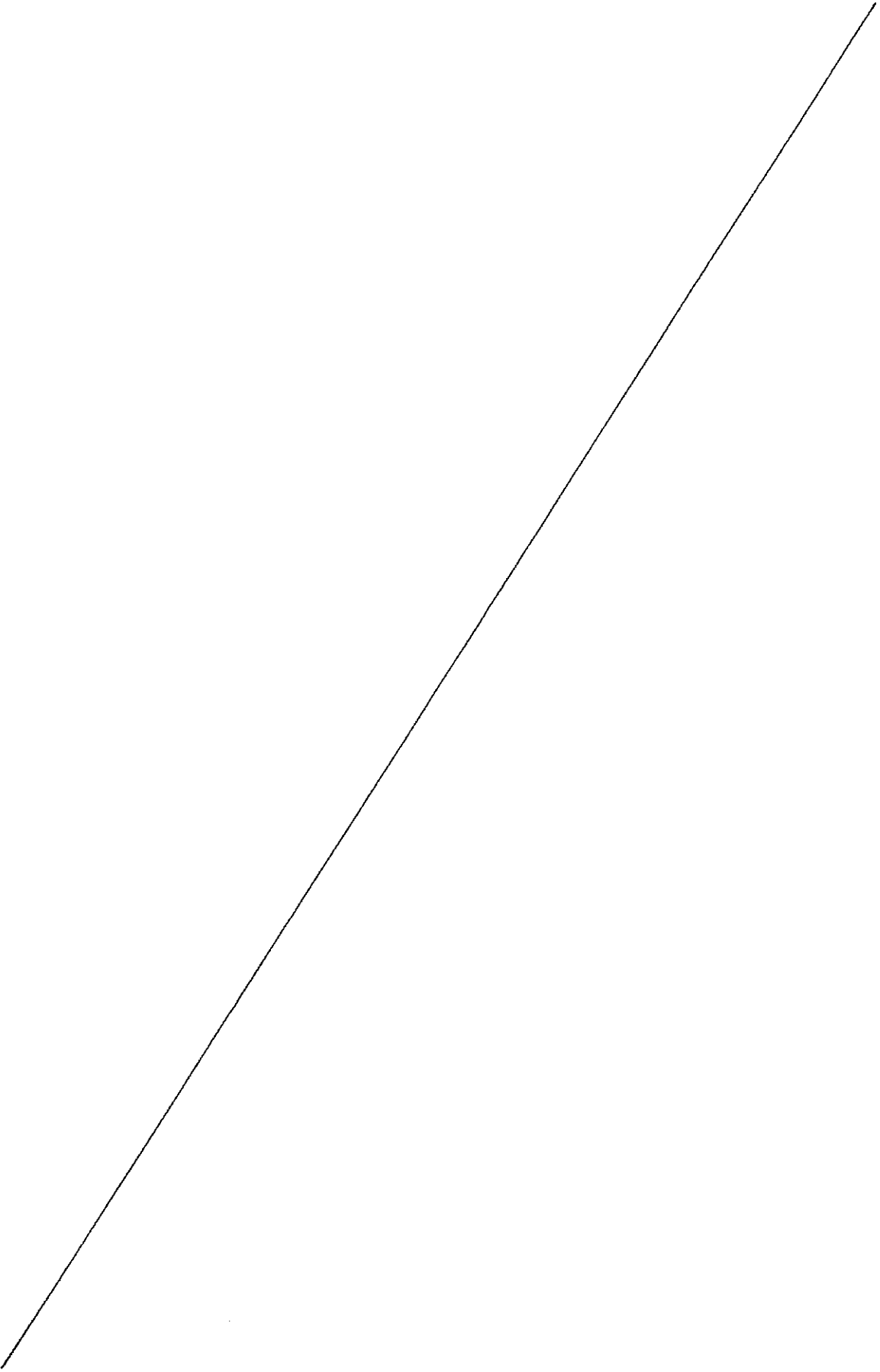
Ai sensi del D.P.R. 30 maggio 2002, n. 115 e successive modificazioni, il contributo unificato dovuto ammonta a Euro 196,00.

Si producono i seguenti documenti:

Doc. 1 - Visura storica della società Alia Servizi Ambientali S.p.A.

V. l'istituto comune ai sensi dell'art. 2501 *sexies*, IV e VII comma c.c., si autorizzano per gli effetti la società Poo Ken Tully ~~S.p.A.~~ S.p.A. ed





Doc. 2 - Visura ordinaria della società Publiservizi S.p.A.

Doc. 3 - Visura ordinaria della società Acqua Toscana S.p.A.

Doc. 4 - Visura ordinaria della società Consiag S.p.A.

Con osservanza.

Firenze, 4 maggio 2022

Avv. Gherardo Soresina

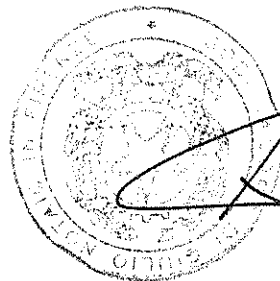
Avv. Pietro Chelazzi

il Dott. Leopoldo Conti dell'ODEC
di Firenze.
in comunicazione con ufficio
Fl, 24.5.2022

[Handwritten signature]

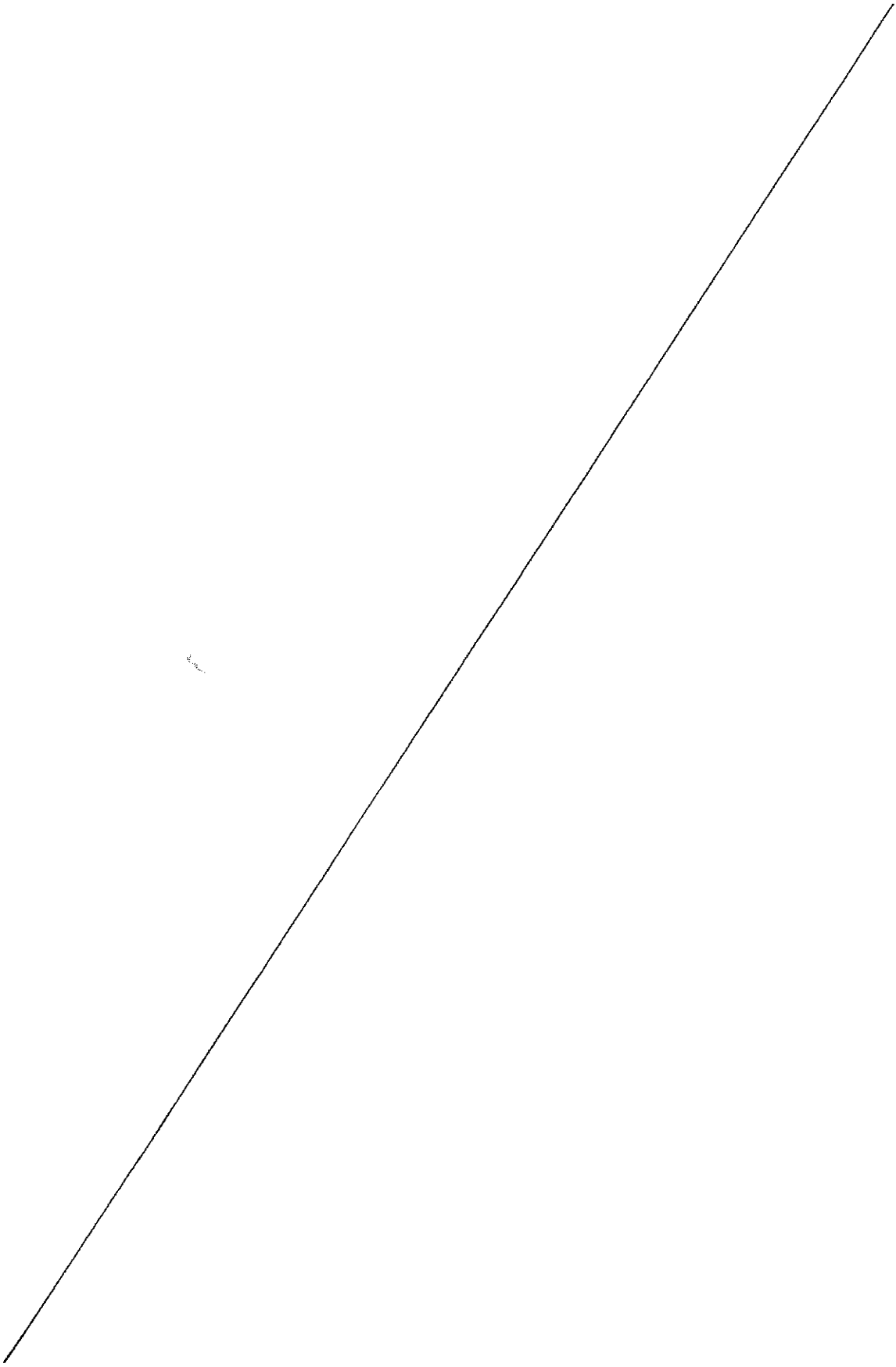
TRIBUNALE DI FIRENZE
24 MAG. 2022
DEPOSITATO IN CANCELLERIA

6



Firmato Da: SORESINA GHERARDO Emesso Da: ARUBA S.P.A. CA 3 Serial#: 5a8855b9b0c1575783938027024197





PROGETTO DI FUSIONE PER INCORPORAZIONE

DI

Acqua Toscana S.p.A., Consiag S.p.A. e Publiservizi S.p.A.

IN

Alia Servizi Ambientali S.p.A.

redatto ai sensi dell'articolo 2501-ter, Codice Civile

In data 28-29 aprile 2022, gli organi amministrativi di **Alia Servizi Ambientali S.p.A.** ("Alia" o la "Società Incorporante") e **Acqua Toscana S.p.A., Consiag S.p.A. e Publiservizi S.p.A.** (rispettivamente, "Acqua Toscana", "Consiag" e "Publiservizi", o collettivamente le "Società Incorporande") hanno predisposto e approvato il seguente progetto comune di fusione (il "Progetto di Fusione") in conformità a quanto previsto dall'articolo 2501-ter del Codice Civile.

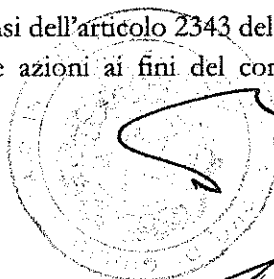
Premesse

Alia e le Società Incorporande (le "Parti") sono attive – anche attraverso società controllate e partecipate – nei settori dell'energia, dell'ambiente, dell'idrico e, in generale, della fornitura dei servizi pubblici locali nella Regione Toscana.

La Società Incorporante e le Società Incorporande hanno deciso d'intraprendere un progetto comune di sviluppo, avente come obiettivo principale la condivisione di linee strategiche di crescita volte – attraverso la valorizzazione delle singole società di settore, dei loro brand e del loro attuale presidio territoriale – all'attivazione di sinergie commerciali, industriali ed operative, tramite un'aggregazione industriale e societaria (l' "Operazione").

L'Operazione si compone, tra l'altro, delle seguenti fasi con le relative deliberazioni:

- (a) la fusione per incorporazione di Acqua Toscana, Consiag e Publiservizi in Alia, di cui al presente Progetto di Fusione (la "Fusione"), da cui risulterà la creazione di un unico polo (*multi-utility*) per la gestione dei servizi locali nella Regione Toscana; e
- (b) la delibera di aumento del capitale sociale di Alia, in via scindibile, per massimi Euro 59.130.886 (comprensivo di sovrapprezzo) e il connesso conferimento nella Società Incorporante delle seguenti partecipazioni (i "Conferimenti"):
 - (i) n. 30.134.618 azioni rappresentative del 20,6% del capitale sociale di Toscana Energia S.p.A., detenute dal Comune di Firenze; e
 - (ii) n. 1.150.321 azioni rappresentative del 3,9% del capitale sociale di Publicacqua S.p.A., detenute dal Comune di Pistoia, subordinatamente al mancato esercizio, da parte degli altri soci della società, del diritto di prelazione previsto dallo statuto di Publicacqua S.p.A.; nel caso di esercizio del diritto di prelazione da parte dei soci della società conferita, il conferimento sarà effettuato in denaro con il versamento dell'equivalente monetario del valore delle azioni di Publicacqua S.p.A., come risultante dalla perizia predisposta ai sensi dell'articolo 2343 del Codice Civile o dal diverso strumento di valutazione delle azioni ai fini del conferimento ai sensi



B

dell'articolo 2343-ter del Codice Civile.

Tutto ciò premesso

Gli Organi Amministrativi di Alia e delle Società Incorporande sottopongono all'approvazione delle rispettive assemblee dei soci il presente Progetto di Fusione, ivi incluso il riassetto delle partecipazioni tra i soci di Alia come previsto al successivo Paragrafo 4 per un numero di azioni corrispondente allo 0,5% sul totale delle azioni di Alia a seguito della Fusione, considerati gli impegni contenuti nel patto parasociale del 31 maggio 2017 connesso alla precedente fusione per incorporazione di A.S.M. – Ambiente/Servizi Mobilità S.p.A. (“ASM”), Publiambiente S.p.A. (“Publiambiente”) e CIS S.r.l. (“CIS”) in Quadrifoglio S.p.A. (ora Alia).

1. SOCIETÀ PARTECIPANTI ALLA FUSIONE

1.1 Società Incorporante

Alia Servizi Ambientali S.p.A., società per azioni costituita ai sensi della legge italiana, avente sede legale in Via Baccio da Montelupo 52, 50142, stradario E308, Firenze (FI), iscritta nel Registro delle Imprese di Firenze, codice fiscale n. 04855090488, capitale sociale deliberato, versato e sottoscritto pari ad Euro 94.000.000,00, suddiviso in 94.000.000 azioni dal valore nominale di Euro 1,00 ciascuna.

Le azioni di Alia sono suddivise nelle seguenti categorie:

- (a) **azioni di categoria A:** tali azioni, attribuiscono ai rispettivi titolari i diritti economici e amministrativi propri delle azioni ordinarie, con le particolarità precisate all'articolo 5.4, par. I., dello statuto vigente di Alia;
- (b) **azioni di categoria B:** tali azioni, attribuiscono ai rispettivi titolari i diritti economici e amministrativi propri delle azioni ordinarie, con le particolarità precisate all'articolo 5.4, par. II., dello statuto vigente di Alia;
- (c) **azioni di categoria C:** tali azioni, attribuiscono ai rispettivi titolari i diritti economici e amministrativi propri delle azioni ordinarie, con le particolarità precisate all'articolo 5.4, par. III., dello statuto vigente di Alia;
- (d) **azioni di categoria D:** tali azioni, attribuiscono ai rispettivi titolari i diritti economici e amministrativi propri delle azioni ordinarie, con le particolarità precisate all'articolo 5.4, par. IV., dello statuto vigente di Alia.

Alia ha per oggetto sociale, *inter alia*, l'esercizio diretto e/o indiretto, tramite partecipazione a società di qualunque tipo, enti, consorzi o imprese e la gestione (anche in regime di concessione) dei servizi ambientali (ivi inclusi quelli di igiene urbana, raccolta e smaltimento dei rifiuti).

1.2 Società Incorporande

Acqua Toscana S.p.A., società per azioni costituita ai sensi della legge italiana, avente sede legale in Piazza Leon Battista Alberti 1/A – 50136 Villa Arrivabene, Firenze (FI), iscritta nel Registro delle Imprese di Firenze, codice fiscale n. 07107290483, capitale sociale deliberato, versato e sottoscritto pari ad Euro 150.000.000,00, suddiviso in 150.000.000 azioni dal valore nominale di Euro 1,00 ciascuna.

Acqua Toscana ha per oggetto sociale, *inter alia*, l'esercizio, esclusivamente per conto dei soci, delle attività di assunzione e gestione di partecipazioni in società e/o enti costituiti o costituendi ed il loro coordinamento.

Consiag S.p.A., società per azioni costituita ai sensi della legge italiana, avente sede legale in Via Ugo Panziera 16, Stradario 03495, 59100, Prato (PO), iscritta nel Registro delle Imprese di Pistoia-Prato, codice fiscale n. 00923210488, capitale sociale deliberato, versato e sottoscritto pari ad Euro 143.581.967,00, suddiviso in 143.581.967 azioni dal valore nominale di Euro 1,00 ciascuna.

Consiag ha per oggetto sociale, *inter alia*, la gestione diretta e indiretta, anche tramite società partecipate, di attività inerenti i settori di gas, telecomunicazioni, energetici, idrici, informatici, servizi pubblici ed alle imprese.

Publiservizi S.p.A., società per azioni costituita ai sensi della legge italiana, avente sede legale in Via Garigliano 1, 50053, Empoli (FI), iscritta nel Registro delle Imprese di Firenze, codice fiscale n. 91002470481, capitale sociale deliberato, versato e sottoscritto pari ad Euro 31.621.353,72, suddiviso in 6.116.316 azioni dal valore nominale di Euro 5,17 ciascuna.

Publiservizi ha per oggetto sociale, *inter alia*, le attività di studio, ricerca, consulenza e assistenza tecnica e finanziaria ad enti pubblici e alle società partecipate nel settore dei pubblici servizi esercitati, nonché lo svolgimento di servizi amministrativi, tecnici, commerciali, per conto degli Enti pubblici e delle società partecipate e l'attività di coordinamento finanziario delle società partecipate.

2. STATUTO DELLA SOCIETÀ INCORPORANTE

Il nuovo statuto sociale della Società Incorporante che sarà adottato nel contesto della Fusione è allegato al presente Progetto di Fusione (Allegato A) e contiene una serie di modifiche connesse non solo alla Fusione ma anche alla necessità di adeguare il funzionamento della società risultante dalla Fusione alla prospettiva della successiva quotazione prevista nell'ambito del progetto complessivo di creazione della "*multiutility toscana*".

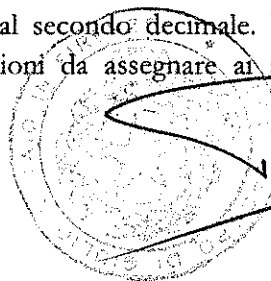
3. RAPPORTO DI CAMBIO

Nel contesto della Fusione, come indicato dal nuovo statuto sociale sub Allegato A, tutte le azioni di Alia saranno convertite in azioni ordinarie.

Gli organi amministrativi delle società partecipanti alla Fusione sono pervenuti alla determinazione dei seguenti rapporti di cambio delle azioni delle Società Incorporande in azioni della Società Incorporante come descritto di seguito (il "**Rapporto di Cambio**"):

- (a) Acqua Toscana: n. 0,39 azioni ordinarie di Alia per ciascuna azione di Acqua Toscana;
- (b) Consiag: n. 0,96 azioni ordinarie di Alia per ciascuna azione di Consiag;
- (c) Publiservizi: n. 9,20 azioni ordinarie di Alia per ciascuna azione di Publiservizi.

I rapporti di cambio sopra indicati sono arrotondati al secondo decimale. In ogni caso, nel successivo Paragrafo 4 sono riportati i numeri di azioni da assegnare ai soci delle Società



Incorporande nel contesto della Fusione calcolati con Rapporto di Cambio non arrotondato, con le ulteriori precisazioni ivi riportate.

Non sono previsti conguagli in denaro.

Come descritto a seguire, nel caso di un eventuale esercizio del diritto di recesso da parte dei soci di Alia e/o delle Società Incorporande di cui al successivo Paragrafo 8, i suddetti rapporti di cambio rimarranno invariati in quanto l'esercizio del recesso comporterà in ogni caso una liquidazione delle azioni di Alia successiva alla loro attribuzione ai singoli soci ad esito della Fusione.

Ai sensi dell'art. 2501-*quater* del Codice Civile, le società partecipanti alla Fusione hanno deciso di utilizzare le situazioni patrimoniali di riferimento al 31 dicembre 2021.

Le società partecipanti alla Fusione si sono riservate la possibilità di sottoporre alle rispettive assemblee la proposta di distribuzione di dividendi nei limiti concordati ai fini della definizione del Rapporto di Cambio. A tale riguardo:

- (i) l'organo amministrativo di Consiag sottoporrà all'approvazione dell'assemblea la distribuzione di dividendi per un totale di Euro 11.500.000,00;
- (ii) l'organo amministrativo di Acqua Toscana sottoporrà all'approvazione dell'assemblea la distribuzione di dividendi per un totale di Euro 4.253.462,35;
- (iii) l'organo amministrativo di Publiservizi sottoporrà all'approvazione dell'assemblea la distribuzione di dividendi per un totale di Euro 2.500.000,00.

Inoltre, l'organo amministrativo di Estra S.p.A., partecipata al 39,6% da Consiag, sottoporrà all'approvazione dell'assemblea la distribuzione di dividendi per un totale di Euro 16.000.000,00, l'organo amministrativo di Publiacqua S.p.A., di cui Acqua Toscana detiene il 53,2% del capitale e Publiservizi lo 0,4%, sottoporrà all'approvazione dell'assemblea la distribuzione di dividendi per un totale di Euro 8.000.000; l'organo amministrativo di Toscana Energia S.p.A., in cui Publiservizi detiene una partecipazione del 10,4%, sottoporrà all'approvazione dell'assemblea la distribuzione di dividendi per un totale di Euro 28.380.212,52.

La congruità del Rapporto di Cambio sarà sottoposta alla valutazione di un esperto congiunto che sarà nominato dal Tribunale di Firenze, a seguito di deposito dell'istanza congiunta dalle società partecipanti alla Fusione (il "Perito").

4. MODALITÀ DI ASSEGNAZIONE DELLE AZIONI DELLA SOCIETÀ INCORPORANTE

La Società Incorporante, a servizio della Fusione, realizzerà un aumento del proprio capitale sociale pari ad Euro 225.848.513,00 e, per effetto del successivo annullamento delle azioni detenute direttamente da Publiservizi e Consiag in Alia pari a Euro 19.942.994,00, il capitale sociale verrà incrementato da Euro 94.000.000,00 ad Euro 299.905.519,00, con esclusione del diritto di opzione ex art. 2441 del Codice Civile ed emissione di n. 225.848.513 nuove azioni ordinarie (con contestuale annullamento di 19.942.994 azioni) di Alia da assegnarsi ai soci delle Società Incorporande sulla base del Rapporto di Cambio di cui al precedente paragrafo 3 e come meglio dettagliato di seguito:

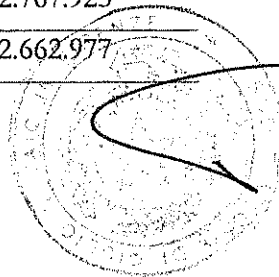
- (i) ai soci di Acqua Toscana verranno assegnate n. 31.132.947 azioni ordinarie della Società Incorporante, già al netto delle azioni attribuibili a Consiag quale socio di Acqua Toscana e pertanto oggetto di annullamento nel contesto della Fusione;
- (ii) ai soci di Consiag verranno assegnate n. 138.422.072 azioni ordinarie della Società

Incorporante;

- (iii) ai soci di Publiservizi verranno assegnate n. 56.293.495 azioni ordinarie della Società Incorporante.

Sull'azionariato come configurato a seguito dell'applicazione del Rapporto di Cambio, s'innestano poi gli accordi intercorsi tra alcuni soci di Alia in esecuzione di patti tra loro esistenti, tra cui un patto parasociale stipulato il 31 maggio 2017 connesso alla fusione per incorporazione di Publiambiente, ASM e CIS in Quadrifoglio S.p.A., ora Alia (il "Patto Parasociale del 2017") e il connesso accordo risultante dalla delibera di assemblea straordinaria di Alia del 16 dicembre 2021. In forza di tali accordi alcuni soci di Alia, tra cui Publiservizi e Consiag che approvano contestualmente lo stesso progetto di Fusione, hanno manifestato la volontà di riallocare tra loro una percentuale di azioni di Alia a loro spettanti nel contesto della Fusione corrispondente allo 0,5% del totale delle azioni della Società, come indicato nella seguente tabella. L'organo amministrativo di Alia è quindi incaricato di procedere all'emissione e allocazione delle azioni di Alia al momento di efficacia della Fusione secondo quanto il definitivo riparto di seguito riportato.

Dettaglio azionisti	%	Numero di azioni
Comune di Firenze	26,11%	78.311.612
Comune di Prato	21,73%	65.167.835
Comune di Pistoia	5,11%	15.329.202
Comune di Scandicci	4,74%	14.204.523
Comune di Sesto Fiorentino	4,38%	13.143.593
Comune di Empoli	4,10%	12.309.526
Comune di Campi Bisenzio	3,18%	9.535.642
Comune di Montemurlo	2,59%	7.759.249
Comune di Quarrata	1,72%	5.165.979
Comune di Calenzano	1,72%	5.155.595
Comune di Fucecchio	1,64%	4.913.902
Comune di Lastra A Signa	1,55%	4.635.758
Comune di Vaiano	1,33%	3.989.302
Comune di Castelfiorentino	1,25%	3.752.402
Comune di Signa	1,22%	3.665.080
Comune di Montelupo Fiorentino	1,12%	3.350.954
Comune di Certaldo	1,10%	3.312.251
Comune di Agliana	1,07%	3.203.904
Comune di Vinci	1,07%	3.199.208
Comune di Borgo San Lorenzo	0,92%	2.767.923
Comune di Montespertoli	0,89%	2.662.977



Comune di Montale	0,81%	2.437.859
Comune di Carmignano	0,72%	2.152.676
Comune di Cerreto Guidi	0,69%	2.077.735
Comune di Poggio A Caiano	0,66%	1.965.357
Comune di Scarperia E San Piero	0,58%	1.740.354
Comune di Serravalle Pistoiese	0,57%	1.719.284
Comune di Vernio	0,57%	1.700.279
Comune di Barberino di Mugello	0,49%	1.456.922
Comune di Figline e Incisa Valdarno	0,41%	1.223.702
Comune di Capraia e Limite	0,40%	1.196.465
Comune di Pontassieve	0,38%	1.152.500
Comune di Poggibonsi	0,38%	1.137.662
Comune di Montevarchi	0,33%	982.110
Comune di Cantagallo	0,32%	949.383
Comune di Gambassi Terme	0,31%	928.580
Comune di Monsummano Terme	0,26%	779.950
CIS S.p.A.	0,26%	779.084
Comune di Reggello	0,26%	776.801
Comune di Vaglia	0,25%	754.882
Comune di Montaione	0,24%	730.828
Comune di Bagno a Ripoli	0,22%	661.662
Comune di San Casciano in Val di Pesa	0,21%	642.345
Comune di Impruneta	0,21%	626.615
Comune di Terranuova Bracciolini	0,20%	606.811
Comune di Fiesole	0,19%	558.613
Comune di Lamporecchio	0,18%	530.200
Comune di Castelfranco Piandiscò	0,15%	446.625
Comune di Pelago	0,13%	404.782
Comune di Vicchio	0,13%	401.999
Comune di Rignano Sull'Arno	0,13%	398.874
Comune di Greve in Chianti	0,13%	381.511
Comune di Rufina	0,12%	364.779
Comune di Barberino Tavarnelle	0,11%	322.866
Comune di Massa e Cozzile	0,09%	284.696

Comune di Dicomano	0,09%	266.381
Comune di Larciano	0,09%	257.418
Comune di Uzzano	0,06%	175.727
Comune di Sambuca Pistoiese	0,03%	91.779
Comune di Londa	0,03%	89.704
Comune di San Gimignano	0,02%	72.231
Comune di San Godenzo	0,02%	65.131
Comune di Marliana	0,01%	39.355
Comune di Ponte Buggianese	0,01%	27.000
Comune di San Marcello Piteglio	0,003%	9.585
Totale	100,00%	299.905.519

Tale allocazione, che viene proposta dagli organi amministrativi delle società partecipanti alla Fusione su indicazione informale dei soci di Alia interessati, è soggetta ad approvazione da parte dei soci stessi nel contesto dell'approvazione del progetto di Fusione, fermo restando che Publiservizi e Consiag manifestano il proprio consenso a questa allocazione con l'approvazione del Progetto di Fusione da parte dei relativi organi amministrativi.

Non è prevista la rivalutazione di beni delle Società Incorporande rispetto al valore contabile loro assegnato da dette società; pertanto, con riferimento alle Società Incorporande, non è necessaria la relazione di stima di cui all'articolo 2343 o di cui all'articolo 2343-*ter* del Codice Civile.

A seguito del perfezionamento della Fusione, le azioni rappresentative del capitale sociale di Alia, attualmente distinte in diverse categorie con diversi diritti ad esse associati, saranno convertite in azioni ordinarie e le azioni rappresentative del capitale sociale delle Società Incorporande verranno annullate e saranno oggetto di concambio con azioni ordinarie della Società Incorporante.

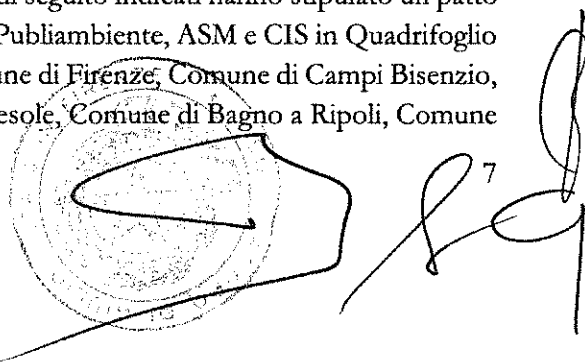
Le azioni di Alia detenute da Publiservizi e Consiag saranno annullate contestualmente alla Fusione per un valore complessivo di Euro 19.942.994,00.

Del pari, saranno eventualmente oggetto di concambio anche le partecipazioni con riferimento alle quali i soci delle Società Incorporande avranno eventualmente esercitato il diritto di recesso, secondo quanto più ampiamente descritto nel successivo Paragrafo 8.

Non sono previsti conguagli in denaro e non saranno emesse azioni frazionarie. Pertanto, nel caso in cui, in applicazione del Rapporto di Cambio, ai soci delle Società Incorporande non venisse attribuito un numero intero di azioni di Alia, i resti saranno annullati, fatta salva la facoltà dei soci di negoziare i resti e/o la facoltà di uno o più soci di mettere a disposizione le proprie azioni per effettuare le operazioni di quadratura.

Le nuove azioni della Società Incorporante, emesse a servizio del concambio, saranno messe a disposizione degli azionisti delle Società Incorporande a partire dalla Data di Efficacia della Fusione, come definita ai sensi del successivo paragrafo 5.

Si precisa, infine, che in data 31 maggio 2017, i Comuni di seguito indicati hanno stipulato un patto parasociale connesso alla fusione per incorporazione di Publiambiente, ASM e CIS in Quadrifoglio S.p.A., ora Alia (il "Patto Parasociale del 2017"): Comune di Firenze, Comune di Campi Bisenzio, Comune di Signa, Comune di Calenzano, Comune di Fiesole, Comune di Bagno a Ripoli, Comune



7

di Greve in Chianti, Comune di Scandicci, Comune di Tavarnelle Val di Pesa, Comune di Impruneta, Comune di S. Casciano, Consiag, Publiservizi, Comune di Prato, Comune di Carmignano, Comune di Montemurlo, Comune di Poggio a Caiano, Comune di Vaiano, Comune di Vernio, CIS S.p.A..

Tale Patto Parasociale del 2017 prevede una procedura d'indennizzo che coinvolge Alia e i suoi soci ed è determinata da eventuali differenze riscontrate tra le risultanze dei patrimoni netti utilizzati in sede di fusione e le risultanze delle verifiche previste dallo stesso patto. Tale procedura è stata portata avanti nel corso di alcuni mesi ed ha portato, da un lato, alla delibera di assemblea straordinaria di Alia del 16 dicembre 2021 che ha rideterminato gli assetti azionari nel capitale di Alia, dall'altro al coinvolgimento di PwC per la determinazione di alcuni valori di riequilibrio da regolare tra i soci di Alia in denaro o con partecipazioni quali aggiustamenti rispetto ai concambi determinati nell'ambito della fusione del 2017.

Ad esito di quanto sopra riportato, i soci di Alia interessati dai riassetti previsti dal Patto Parasociale del 2017 e dalla delibera di assemblea straordinaria del 16 dicembre 2021 hanno raggiunto un accordo sul riassetto delle partecipazioni da loro detenute in Alia a seguito della Fusione che è riflesso nell'allocazione di azioni contenuta nella tabella sopra riportata e ha ad oggetto numero 1.799.894 azioni su un totale di 299.905.519, per un equivalente dello 0,5% del totale.

5. DATA DALLA QUALE TALI AZIONI PARTECIPANO AGLI UTILI

Le azioni emesse dalla Società Incorporante a soddisfazione del Rapporto di Cambio avranno godimento regolare e, pertanto, attribuiranno ai loro titolari diritti equivalenti a quelli spettanti, ai sensi di legge e dello statuto, ai titolari delle azioni ordinarie in circolazione al momento della loro emissione e, quindi, alla data di efficacia della Fusione ai sensi dell'art. 2504 del Codice Civile (la "Data di Efficacia della Fusione").

6. DECORRENZA DEGLI EFFETTI CIVILISTICI, CONTABILI E FISCALI DELLA FUSIONE

Gli effetti giuridici della Fusione decorreranno dalla Data di Efficacia della Fusione la quale non potrà essere anteriore alla data in cui sarà eseguita, presso il competente Registro delle Imprese, l'ultima delle iscrizioni previste dall'articolo 2504 del Codice Civile.

A partire dalla Data di Efficacia della Fusione, la Società Incorporante subentrerà di pieno diritto in tutto il patrimonio, attività e passività, di ciascuna delle Società Incorporande e in tutte le ragioni, azioni e diritti, come in tutti gli obblighi, impegni e doveri di qualsiasi natura facenti capo alle medesime, in conformità a quanto previsto dall'articolo 2504-*bis*, comma 1, del Codice Civile.

Ai fini contabili e fiscali e per gli effetti di cui all'articolo 2501-*ter*, primo comma, n. 6, del Codice Civile, le operazioni di ciascuna delle Società Incorporande saranno imputate al bilancio della Società Incorporante a decorrere dalla Data di Efficacia della Fusione.

7. TRATTAMENTO RISERVATO A PARTICOLARI CATEGORIE DI SOCI ED AGLI AMMINISTRATORI

Non sono previsti vantaggi particolari a favore di alcuna categoria di soci né a favore degli amministratori delle società partecipanti alla Fusione.

8. DIRITTO DI RECESSO

Per effetto della Fusione, l'Articolo 2 dello statuto di Alia relativo all'oggetto sociale verrà modificato, consentendo un cambiamento significativo dell'attività della Società Incorporante. In particolare, l'oggetto sociale della Società Incorporante verrà integrato al fine di comprendere, tra l'altro, tutte le attività svolte dalle diverse società partecipanti alla fusione nei diversi settori dei servizi al cittadino.

Pertanto, è fatta salva per gli azionisti di Alia, assenti, astenuti o dissenzienti, la facoltà di esercitare il diritto di recesso ai sensi dell'art. 2437, comma 1, lett. a), del Codice Civile oltre che ai sensi di altre ipotesi dello stesso articolo 2437 del Codice Civile.

Al contempo, si rileva che l'oggetto sociale di Alia include attività che, ad oggi, non sono comprese nell'oggetto sociale di alcuna delle Società Incorporande e, in particolare, i servizi di igiene urbana, raccolta e smaltimento dei rifiuti. Per l'effetto, anche i soci assenti, astenuti o dissenzienti di ciascuna delle Società Incorporande avranno la facoltà di esercitare il diritto di recesso ai sensi dell'art. 2437, comma 1, lett. a), del Codice Civile, oltre che ai sensi di altre ipotesi dello stesso articolo 2437 del Codice Civile.

Inoltre, l'articolo 8 dello statuto di Alia individua espressamente la fusione come causa di recesso, stabilendo che i soci che non abbiano concorso all'approvazione delle deliberazioni riguardanti la fusione hanno diritto di recedere dalla società.

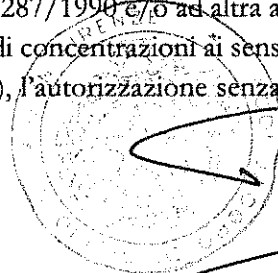
Il valore di liquidazione delle azioni di Alia e delle Società Incorporande per le quali sarà esercitato il diritto di recesso sarà determinato dagli organi amministrativi delle società partecipanti alla Fusione con applicazione del criterio previsto dall'art. 2437-ter del Codice Civile, e sarà reso noto nei modi e nei termini di legge, al pari dei successivi elementi del procedimento di recesso.

In ogni caso, il recesso legittimamente esercitato sarà efficace subordinatamente al perfezionamento della Fusione e, pertanto, le azioni delle Società Incorporande oggetto di recesso verranno concambiate in azioni ordinarie della Società Incorporante alla Data di Efficacia della Fusione, in esecuzione di quanto previsto dal presente Progetto di Fusione. Resta inteso che (i) i soci recedenti delle Società Incorporande continueranno ad avere diritto a ricevere il relativo valore di liquidazione, come sopra determinato, in relazione alle partecipazioni per le quali abbiano esercitato il diritto di recesso (tale valore di liquidazione, per chiarezza, potrebbe essere diverso dal valore di liquidazione alla cui corresponsione avranno diritto i soci recedenti di Alia); e (ii) le azioni ordinarie di Alia assegnate in concambio ai soci recedenti delle Società Incorporande saranno soggette al vincolo d'indisponibilità fino alla chiusura della procedura di recesso.

9. CONDIZIONI AL PERFEZIONAMENTO DELLA FUSIONE

Il perfezionamento della Fusione è subordinato, oltre che all'approvazione da parte delle rispettive assemblee straordinarie delle società partecipanti alla Fusione, all'avveramento di tutte le seguenti condizioni sospensive, il cui accertamento è rimesso alla competenza delle parti interessate:

- (i) Nel caso in cui la Fusione dovesse essere soggetta a oneri di notifica all'Autorità Garante della Concorrenza e del Mercato ai sensi della legge 287/1990 e/o ad altra autorità nazionale o sovranazionale che risulti competente in materia di concentrazioni ai sensi della normativa applicabile (congiuntamente, "Autorità Antitrust"), l'autorizzazione senza condizioni della



Fusione da parte dell'Autorità Antitrust competente (tramite un provvedimento che deliberi di non avviare o chiudere l'istruttoria oppure per lo spirare dei termini previsti), ovvero l'autorizzazione subordinata a una o più condizioni e/o impegni e/o prescrizioni, purché puramente comportamentali e tali da non incidere in modo significativo sul ritorno atteso dell'investimento come stimato dalle Parti;

- (ii) nel caso in cui la Fusione dovesse essere soggetta a oneri di notifica alla Presidenza del Consiglio dei Ministri ("**Autorità GP**") ai sensi del Decreto Legge 15 marzo 2012 n. 21 (come successivamente modificato e integrato), l'autorizzazione senza condizioni della Fusione da parte dell'Autorità GP (tramite una dichiarazione di non applicabilità della relativa normativa al caso di specie oppure per lo spirare dei termini previsti per l'esercizio dei poteri speciali), ovvero l'autorizzazione subordinata a obblighi di carattere informativo nei confronti dell'Autorità GP o a obblighi preordinati alla protezione delle informazioni delle Parti;
- (iii) il mancato verificarsi di un Evento Pregiudizievole Rilevante (come di seguito definito) tra la data del presente Progetto di Fusione e la data di sottoscrizione dell'atto di Fusione non noto a una o più delle società partecipanti alla Fusione;
- (iv) il positivo decorso del termine di 60 (sessanta) giorni di cui all'articolo 2503 e, ove applicabile, dell'articolo 2503-*bis* del Codice Civile senza alcuna opposizione da parte dei creditori (e degli obbligazionisti) delle società partecipanti alla Fusione, ovvero in caso di opposizione, l'ottenimento di un provvedimento favorevole all'implementazione della Fusione da parte dell'Autorità competente o la positiva definizione dell'opposizione medesima;
- (v) il rilascio del parere positivo del Perito sul Rapporto di Cambio della Fusione, espresso nella relazione sulla congruità del rapporto di cambio di cui all'articolo 2501-*sexies* del Codice Civile.

Le Parti si impegnano a cooperare con diligenza e buona fede tra di loro per l'avveramento delle condizioni sospensive sopra descritte.

Ai fini del presente Progetto di Fusione, per "**Evento Pregiudizievole Rilevante**" s'intende un evento straordinario (non di natura transitoria e con effetti transitori), anche di natura legislativa, e futuro rispetto alla data di approvazione del Progetto di Fusione e che intervenga tra la data di approvazione del Progetto di Fusione e la Data di Efficacia, il cui verificarsi impedisca o possa ragionevolmente impedire a una o più delle società partecipanti alla Fusione di svolgere la propria attività o parte sostanziale della medesima, o che modifichi sostanzialmente in senso negativo le condizioni finanziarie, reddituali, patrimoniali od operative di una o più delle società partecipanti alla Fusione, restando inteso tra le Parti, a fini di chiarezza, che eventi o circostanze inerenti l'emergenza epidemiologica da Covid-19, la diffusione di altro virus derivante dalla sua mutazione o il verificarsi di altre situazioni pandemiche connesse al Covid-19 o comunque a quanto precede, e la conseguente adozione di norme restrittive e/o di prescrizioni operative, da parte di qualsiasi Autorità, volte a contrastare tali fenomeni, non costituiranno in alcun caso un Evento Pregiudizievole Rilevante.

* * *

Allegato A: Nuovo statuto di Alia a seguito della Fusione

* * *

28-29 aprile 2022

Firmato digitalmente da: CIOLINI NICOLA
Data: 29/04/2022 13:25:07
per Alfa Servizi Ambientali S.p.A.

(Presidente del Consiglio di Amministrazione)

Firmato digitalmente da: IRACE ALBERTO
Data: 29/04/2022 13:18:15

(Amministratore Delegato)

per Consiag S.p.A.

Firmato digitalmente da: PERINI NICOLA
Data: 29/04/2022 14:00:33

(Amministratore Unico)

per Acqua Toscana S.p.A.

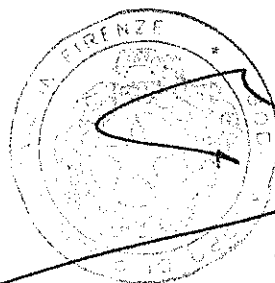
Firmato digitalmente da: FAGGI SIMONE
Data: 29/04/2022 13:53:49

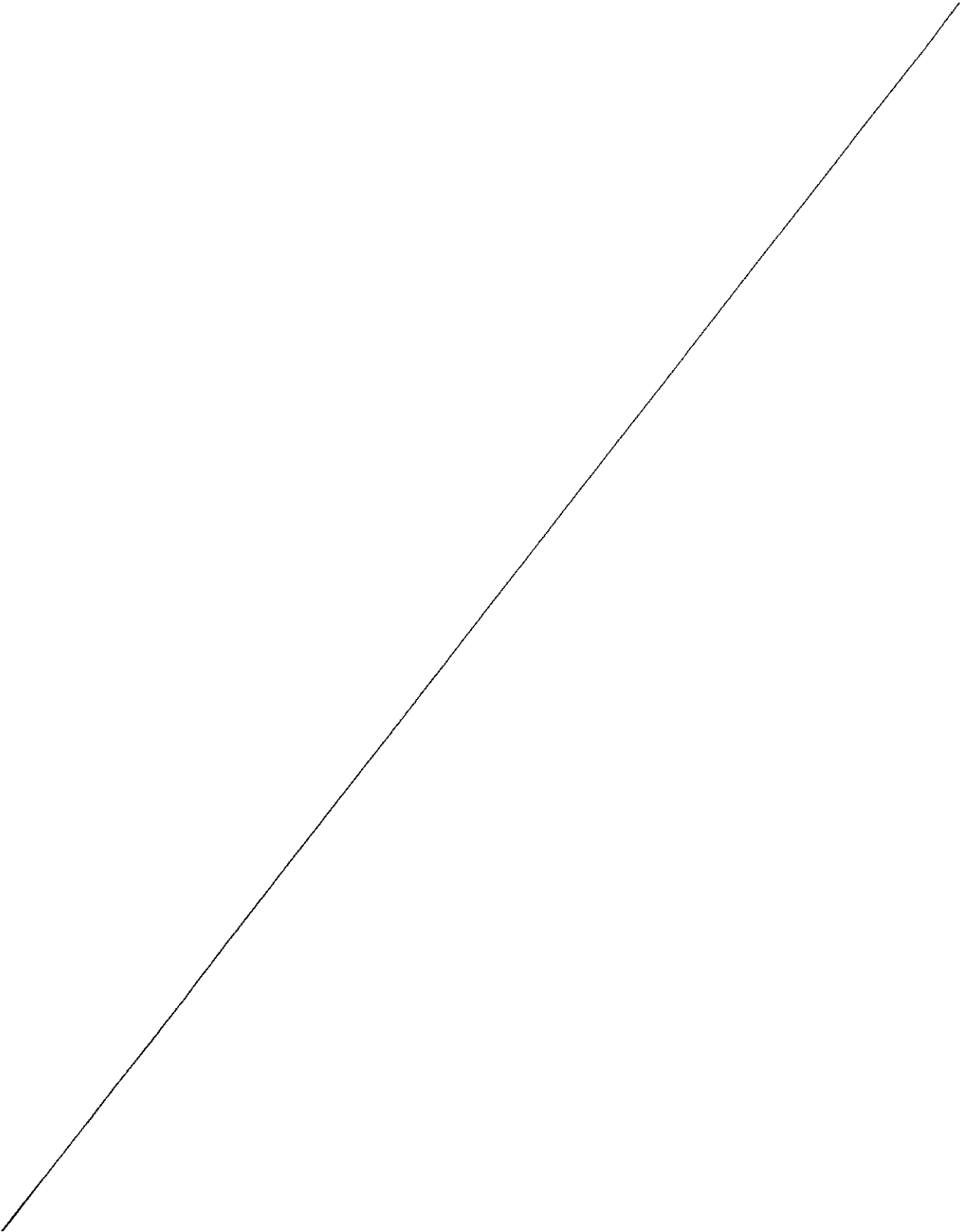
(Amministratore Unico)

per Publiservizi S.p.A.

BALDASSARRI MARCO
29.

04.2022 12:48:00 UTC
(Presidente del Consiglio di Amministrazione)





Allegato 3



Relazione Semestrale al 30 Giugno 2022

**Consiglio di Amministrazione
21 Luglio 2022**

Sommario

Criteria di redazione e di valutazione	3
Principali dati e investimenti tecnici	4
Commento ai risultati economico - finanziari consolidati	6
Altre informazioni	11

Disclaimer

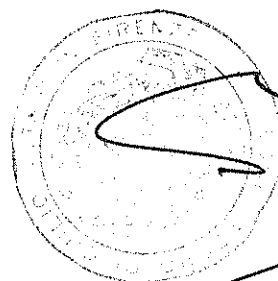
Questa relazione contiene dichiarazioni previsionali ("forward-looking statements"), in particolare nella sezione "Evoluzione prevedibile della gestione" relative a piani di investimento e performance gestionali future. I forward-looking statements hanno per loro natura una componente di rischio e di incertezza perché dipendono dal verificarsi di eventi e sviluppi futuri. I risultati effettivi potranno pertanto differire rispetto a quelli annunciati in relazione a diversi fattori, tra cui: il quadro normativo e tariffario, le performance operative effettive, le condizioni macroeconomiche generali, l'impatto delle regolamentazioni in campo energetico e in materia ambientale, il successo nello sviluppo e nell'applicazione di nuove tecnologie e altri cambiamenti nelle condizioni di business

Criteria di redazione e di valutazione

Le informazioni economiche, patrimoniali e finanziarie contenute nella presente Relazione sono state redatte conformemente ai criteri di rilevazione e valutazione stabiliti dagli International Financial Reporting Standard (IFRS), emanati dall'International Accounting Standards Board (IASB) e adottati dalla Commissione Europea secondo la procedura di cui all'art. 6 del Regolamento (CE) n. 1606/2002 del Parlamento Europeo e del Consiglio del 19 luglio 2002.

Le informazioni economiche sono fornite con riferimento ai primi sei mesi del 2022 e del 2021. Le informazioni patrimoniali sono fornite con riferimento al 31 dicembre 2021 e al 30 giugno 2022. La forma dei prospetti contabili corrisponde a quella dei prospetti presentati nella relazione finanziaria annuale, in particolare in Relazione sulla Gestione.

I criteri di rilevazione e valutazione adottati per la preparazione della Relazione semestrale al 30 giugno 2022 sono invariati rispetto a quelli adottati per la redazione della Relazione finanziaria annuale 2021.



Principali dati e investimenti tecnici

Principali dati economico - finanziari

	I Semestre		Var. ass.	Var. %
	2021	2022		
	(migliaia di euro)			
Ricavi totali	69.161	67.240	(1.921)	-3%
Costi operativi	(18.541)	(17.540)	1.001	-5%
Utile operativo	28.778	26.693	(2.084)	-7%
Utile operativo adjusted	28.778	26.693	(2.084)	-7%
Utile netto	20.415	18.721	(1.694)	-8%
Utile netto adjusted	20.415	18.721	(1.694)	-8%
Investimenti tecnici	32.898	32.973	75	0%

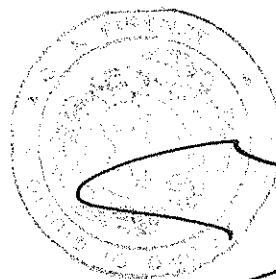
	I Semestre		Var. ass.
	31.12.2021	30.06.2022	
(migliaia di euro)			
Attività materiali e immateriali	849.700	858.307	(8.606,7)
Capitale investito netto	883.205	850.528	(32.677,4)
Patrimonio netto	423.552	414.369	(9.183,2)
Indebitamento finanziario netto	459.653	436.159	(23.494,2)

Principali dati operativi

	I Semestre		Var. Ass.	Var. %
	2021	2022		
Concessioni	101	101	101	100%
Punti di riconsegna attivi	796.558	797.529	971	0%
Rete di distribuzione (km)	7.983	8.046	63	1%
Trasporto gas (milioni di mc)	670	626	(44)	-7%
Dipendenti in servizio	371	372	1	0%

Investimenti tecnici

(migliaia di €)	Primo Semestre		Var. ass.	Var. %
	2021	2022		
Distribuzione	23.572,68	23.530,29	- 42,39	0%
Sviluppo e mantenimento Rete	21.845,93	23.402,76	1.556,82	7%
Nuove reti	1.440,72	54,74	- 1.385,98	-96%
Progettazione gare	286,02	72,79	- 213,23	-75%
Misura	2.079,55	2.226,31	146,77	7%
Digitalizzazione	6.548,15	6.735,91	187,76	3%
Altri investimenti	697,44	480,79	- 216,64	-31%
- di cui real estate	182,784	103,66	-79,12	-43%
- di cui effetto IFRS 16	393,802	23,16	-416,96	-106%
	32.897,82	32.973,31	75,49	0%



Commento ai risultati economico - finanziari

Conto economico

(migliaia di €)				
	30.06.2021	30.06.2022	Var. ass.	Var. %
Ricavi da attività distribuzione gas	68.521	66.765	(1.756)	-3%
Ricavi da attività diverse	641	475	(165)	-26%
Ricavi totali*	69.161	67.240	(1.921)	-3%
Costi Operativi**	(18.541)	(17.540)	1.001	-5%
Margine operativo lordo	50.621	49.700	(920)	-2%
Ammortamenti e svalutazioni	(21.843)	(23.007)	(1.164)	5%
Utile operativo	28.778	26.693	(2.084)	-7%
Proventi (oneri) finanziari netti	(2.603)	(2.660)	(58)	2%
Proventi netti su partecipazioni	1.061	1.210	149	14%
Utile prima delle imposte	27.236	25.244	(1.993)	-7%
Imposte sul reddito	(6.821)	(6.523)	298	-4%
Utile netto	20.415	18.721	(1.694)	-8%
	-24%	-24,4%		

(*) Al netto degli effetti dell'IFRIC 12 "Accordi per servizi in concessione" 32.199 mila euro al 30 giugno 2022.

L'utile operativo conseguito nel primo semestre 2022, pari a 26,7 milioni di euro, decrementa rispetto allo stesso periodo dell'esercizio precedente per 2,1 milioni di euro, pari al 7%. Tale decremento è dovuto principalmente al saldo dei seguenti effetti:

- minori ricavi da attività distribuzione gas per 1,8 milioni di euro attribuibili essenzialmente ai seguenti fattori:
 - decremento delle componenti tariffarie riconosciute ai fini regolatori (-1,8 milioni di euro) in conseguenza della riduzione del WACC dal 6,3% al 5,6%;
 - decremento dei ricavi per contributo ex art. 57 Delibera n. 367/14 (-0,1 milioni di euro);
 - incremento degli altri ricavi regolati (+0,1 milioni di euro);
- minori ricavi da attività diverse (-0,1 milioni di euro) principalmente per la riduzione del contratto di servizio verso TEG/Seaside (-0,1 milioni di euro), per minori plusvalenze da alienazioni (-0,1 milioni di euro) e maggiori rimborsi vari (+0,1 milioni di euro);
- i minori costi operativi per 1 milione di euro rispetto allo stesso periodo dell'esercizio precedente. In particolare si rilevano minori oneri relativi ai costi di acquisto di materiali e alle manutenzioni (-0,4 milioni di euro), minori costi per consumo gas di preriscaldamento (-0,1 milioni di euro), minori costi per consulenze (-0,2 milioni di euro), minori costi ICT (-0,2 milioni di euro), maggiori capitalizzazioni di costi esterni (-0,4 milioni), effetti parzialmente compensati da maggiori costi per il contratto di servizio (+0,3 milioni di euro);
- l'incremento degli ammortamenti e svalutazioni (+1,2 milioni di euro), deriva dai maggiori ammortamenti ordinari.

L'utile netto (18,7 milioni di euro) si riduce di 1,7 milioni di euro (-8% rispetto al 30 giugno 2021), per il già citato decremento dell'utile operativo di (-2,1 milioni di euro), che ha determinato minori imposte dell'esercizio, pari a 0,3 milioni di euro.

Stato patrimoniale riclassificato

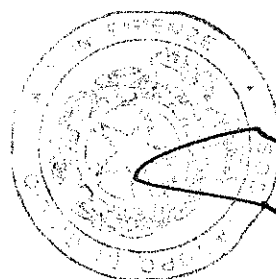
(migliaia di euro)

	31.12.2021	30.06.2022	Var. ass.
Immobili, impianti e macchinari	25.024	24.008	(1.016)
Attività immateriali (*)	824.676	834.298	9.622
Partecipazioni	26.803	26.803	(0)
Crediti finanziari e titoli strum. all'attività operativa		0	0
Debiti netti relativi all'attività di investimento	(10.912)	(19.026)	(8.114)
Capitale immobilizzato	865.591	866.084	493
Capitale di esercizio netto (*)	25.129	(9.095)	(34.223)
Fondi per benefici ai dipendenti	(7.514)	(6.462)	1.053
Attività destinate alla vendita e passività direttamente associabili	0	0	0
Capitale investito netto	883.205	850.528	(32.677)
Patrimonio netto	423.552	414.369	(9.183)
Indebitamento finanziario netto	459.653	436.159	(23.494)
- di cui leasing operativo IFRS16	5.869	5.309	(560)
Coperture	883.205	850.528	(32.677)

(*) A seguito dell'adozione dell'IFRS 15 - "Revenue from Contract with Customers", dal primo gennaio 2018 i contributi di allacciamento ricevuti da privati costituiscono ricavi da rilevare over - time, ovvero da rilevare sulla base della vita utile del cespite cui si riferiscono. La società ha conseguentemente riclassificato i contributi suddetti nella voce altre attività (passività). Ai fini della rappresentazione della situazione patrimoniale riclassificata i contributi di allacciamento (97,5 milioni di euro nel primo semestre 2022) continuano a essere portati in deduzione dei cespiti cui si riferiscono coerentemente con la normativa di settore e la rappresentazione adottata nel primo trimestre 2021 e al 31 dicembre 2021.

I contratti di finanziamento a medio lungo termine della Società non contengono financial covenants, ad eccezione del finanziamento con BEI. Si segnala che i parametri, alla data del 30 giugno 2022, risultano rispettati.

Il capitale immobilizzato pari a 866.084 mila euro aumenta di 493 mila euro.



Di seguito il dettaglio delle **Attività Immateriali e degli Immobili Impianti e macchinari**:

(milioni di €)	Immobili, impianti e macchinari	Attività IFRIC 12	Attività immateriali	Totale
Saldo al 31 dicembre 2021	25,0	813,5	11,2	849,7
Investimenti	0,3	32,2	0,5	33,0
- di cui IFRS 16	0,1			0,1
Ammortamenti e svalutazioni	(1,3)	(20,5)	(1,2)	(23,0)
- di cui strumenti di misura (amm.to ordinario)		(4,5)		(4,5)
- di cui accelerazione strumenti di misura*		(0,1)		(0,1)
- di cui ammortamenti ex IFRS 16	(0,4)			(0,4)
Variazione dell'area di consolidamento (<i>entities</i> e rami d'azienda)				0,0
Contributi		(0,3)		(0,3)
Altre variazioni		(1,1)		(1,1)
Saldo al 30 Giugno 2022	24,0	823,8	10,4	858,3

* Gli ammortamenti accelerati al 30.06.2022 sono pari a 92 euro migliaia ed al 31.12.2021 sono pari a 260 euro migliaia

Il **capitale di esercizio netto** (-9.095 mila euro) comprende le seguenti voci:

	31.12.2021	30.06.2022	(migliaia di euro)
			Var. ass.
Crediti commerciali	34.084	6.640	(27.444)
Crediti tributari	4.546	4.567	21
Rimanenze	12.747	13.059	313
Altre attività di esercizio	41.554	41.067	(487)
<i>di cui Ratei e risconti da attività regolate</i>	12.450	12.543	93
<i>di cui Altre attività di esercizio</i>	29.104	28.524	(580)
Fondi per rischi e oneri	(6.509)	(5.649)	860
Debiti commerciali	(19.491)	(14.038)	5.452
Passività per imposte differite	(11.709)	(10.460)	1.249
Debiti tributari	(780)	(521)	259
Altre passività di esercizio	(29.313)	(43.759)	(14.446)
Capitale di esercizio netto	25.129	(9.095)	(34.223)

Il patrimonio netto decrementa di 9,183 milioni di euro per effetto del risultato di periodo pari 18,721 milioni di euro, per l'incremento della riserva IAS 19 (0,463 milioni di euro), per la riduzione conseguente alla delibera di destinazione dell'utile 2021 pari a 28,380 milioni di euro, oltre alla rilevazione della riserva stock grant.

La riduzione dell'**indebitamento finanziario netto**, che passa da 459,7 milioni di euro al 31 dicembre 2021 a 436,2 milioni di euro al 30 giugno 2022 (-23,5 milioni di euro) (comprensivo degli effetti dei debiti finanziari IFRS 16 (-0,6 milioni di euro)) è attribuibile ai minori debiti finanziari a breve termine (-19,5 milioni di euro) ed ai minori debiti finanziari a lungo termine (-4,3 milioni di euro), tali effetti sono parzialmente compensati dalle minori disponibilità liquide (+0,3 milioni di euro).

Rendiconto finanziario riclassificato e variazione dell'indebitamento finanziario netto

RENDICONTO FINANZIARIO RICLASSIFICATO

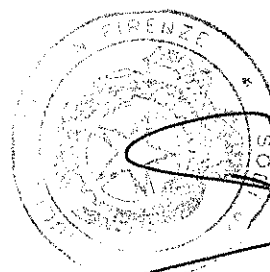
(migliaia di euro)

	30.06.2021	31.12.2021	30.06.2022
Utile netto	20.415	40.552	18.721
a rettifica:			
- ammortamenti e altri componenti non monetari	22.164	43.744	23.336
- dividendi, interessi e imposte sul reddito	8.363	18.745	7.973
- (plusvalenze) minusvalenze nette su cessioni di attività	109	927	751
Variazione del capitale di esercizio relativo alla gestione	30.005	(8.245)	8.050
Dividendi incassati, imposte pagate, interessi (pagati) incassati	(14.222)	(29.398)	(10.852)
Flusso di cassa netto da attività operativa	66.833	66.326	47.978
Investimenti tecnici	(32.197)	(65.470)	(32.598)
Dismissioni	136	137	1
Variazione debiti e crediti attività d'investimento	(4.698)	1.471	8.114
Free cash flow prima di operazioni di Merger and Acquisition	30.074	2.464	23.494
Acquisizioni partecipazioni, beni e rami d'azienda	0	0	0
Cessione partecipazioni		0	
Free cash flow	30.074	2.464	23.494
Variazione dei debiti finanziari	(29.803)	37.196	(23.794)
Dividendi distribuiti a terzi	0	0	0
Flusso di cassa del capitale proprio	0	(39.524)	0
Altre variazioni			
FLUSSO DI CASSA NETTO DEL PERIODO	271	136	(300)

VARIAZIONE INDEBITAMENTO FINANZIARIO NETTO

(migliaia di euro)

	30.06.2021	31.12.2021	30.06.2022
Free cash flow prima di operazioni di Merger and Acquisition	30.074	2.464	23.494
Variazioni per acquisizioni di partecipazioni e rami aziendali	0		0
Flusso di cassa del capitale proprio	0	(39.524)	0
Altre variazioni	0	0	0
Variazione indebitamento finanziario netto	30.074	(37.061)	23.494
- di cui variazione debiti finanziari ex IFRS 16	355	(1.268)	560



Il flusso di cassa da attività operativa dei primi sei mesi del 2022 è pari a 47,9 milioni di euro e ha consentito di finanziare interamente il flusso derivante dagli investimenti netti pari a 24,5 milioni di euro generando un free cash flow di 23,5 milioni di euro.

Principali eventi dei primi sei mesi del 2022

In data 27 gennaio 2022 si è svolta l'Assemblea di Valdarno che ha deliberato la revoca della liquidazione di Valdarno e un progetto di scissione asimmetrica che vedrà alla sua efficacia la costituzione di una srl di proprietà interamente di Toscana Energia che acquisirà e gestirà una parte degli immobili oggi utilizzati nella sede amministrativa di via Bellatalla a Pisa.

Con tale operazione la nostra Società non avrà più la partecipazione nella Valdarno s.r.l., che a sua volta avrà come unico proprietario il Comune di Pisa che la utilizzerà come strumento di gestione dei propri assets immobiliari.

In data 15 aprile 2022 è stata iscritta al Registro delle Imprese la società Immogas S.r.l.

Giuridico e Regolatorio.

- In data 5 aprile 2022 l'Autorità ha adottato le **Delibere n. 154/2022/R/gas e 155/2022/R/gas** relative rispettivamente alle determinazioni delle tariffe di riferimento definitive per i servizi di distribuzione e misura del gas per l'anno 2021, calcolate sulla base dei dati patrimoniali consuntivi relativi all'anno 2020, e alla rideterminazione delle tariffe di riferimento per i servizi di distribuzione e misura del gas, per gli anni dal 2016 al 2020. Il 6 giugno 2022 Italgas Reti ha impugnato innanzi al TAR Lombardia la Delibera n. 154/2022/R/gas con la quale ha determinato le tariffe di riferimento definitive per i servizi di distribuzione e misura del gas per l'anno 2021. Allo stato, si è in attesa della fissazione dell'udienza.
- La **Delibera n. 194/2022/R/gas** ha determinato le tariffe di riferimento provvisorie per i servizi di distribuzione e misura del gas per l'anno 2022, sulla base dei dati patrimoniali preconsuntivi relativi all'anno 2021, ai sensi dell'articolo 3, comma 2, della RTDG.
- La **Delibera 282/2022/R/gas** ha aggiornato, con validità per il triennio 2019-2021 e per il triennio 2022-2025, il tasso di interesse da applicare per la determinazione del rimborso ai gestori uscenti degli importi per la copertura degli oneri di gara. In particolare, l'Arera prevede che sia applicato, sia per gli anni 2019-2021, che per gli anni 2022-2025, un tasso di interesse pari al costo del capitale di debito in termini nominali post tasse, determinato in coerenza con le disposizioni del TIWACC 2022-2027, pari al 3,59%.
- In data 28 giugno 2022 è stata approvata dall'Autorità la **Delibera n. 292/2022/R/efr** che determina:
 - il contributo tariffario unitario da riconoscere ai distributori, nell'ambito del meccanismo dei titoli di efficienza energetica per l'anno d'obbligo 2021, pari a 250,00 €/;
 - il corrispettivo addizionale unitario di cui alla delibera 270/2020/R/efr, per l'anno d'obbligo 2021, pari a 3,44 €/TEE.

Fatti di rilievo avvenuti dopo la chiusura del semestre

Non si rilevano fatti di rilievo avvenuti dopo la chiusura del semestre

Evoluzione prevedibile della gestione

Come noto, nel corso del mese di febbraio 2020 è emersa sul territorio italiano la c.d. Emergenza Coronavirus in relazione al diffondersi del contagio e ai necessari provvedimenti di urgenza assunti dalle Autorità Sanitarie e Governative per arginarne la diffusione. Lo stato di emergenza a suo tempo dichiarato dal Governo Italiano si è formalmente concluso il 31 marzo 2022.

Ad oggi la Società non ha rilevato impatti significativamente negativi sulle iniziative di sviluppo e di investimento. Facendo leva sulla digitalizzazione dei processi, nel periodo emergenziale sono stati posti in essere interventi atti a garantire, operando in assoluta sicurezza, la continuità ed efficacia delle attività di cantiere e gli interventi presso la clientela nel rispetto dei termini definiti dai piani aziendali.

Con riferimento al parco clienti/società di vendita e alla solvibilità degli stessi si ricorda che le regole per l'accesso degli utenti al servizio di distribuzione del gas sono stabilite dall'ARERA e sono regolate nel Codice di Rete. La Società non ha rilevato e non stima, al momento, rilevanti conseguenze negative sugli incassi attesi dalle società di vendita del gas tali da pregiudicare l'equilibrio finanziario del Gruppo così come sulla regolarità dei pagamenti delle controparti.

Con riferimento agli impatti, anche potenziali, sui ricavi, costi, investimenti e flussi di cassa attesi derivanti dalle limitazioni imposte, nel periodo, dalla menzionata emergenza sanitaria, la Società, non ha rilevato e non rileva evidenze tali da prevedere significativi effetti negativi sull'esercizio 2022.

Tuttavia, ad oggi, la Società non è in grado di stimare eventuali effetti negativi materiali sulle prospettive economico, finanziarie e patrimoniali nei periodi a venire qualora la situazione di emergenza sanitaria dovesse ripresentarsi in forme critiche.

Pertanto, Italgas Reti continuerà a perseguire i propri obiettivi strategici, con focus sulla trasformazione digitale con l'obiettivo di migliorare la qualità del servizio, razionalizzando i processi ed i costi operativi e mantenendo una costante attenzione alle opportunità di sviluppo. Con specifico riferimento agli investimenti, Italgas Reti prevede di continuare nell'esecuzione del proprio piano finalizzato principalmente all'implementazione dei progetti di digitalizzazione e repurposing della rete, oltre alle consuete attività di mantenimento e sviluppo delle reti in gestione.

Conflitto Russia – Ucraina

Come noto, nel corso del mese di febbraio 2022 è esploso il conflitto militare russo-ucraino a seguito dell'invasione da parte dell'esercito russo del territorio sovrano ucraino. Lo stato di tensione generatosi sul piano politico-militare e le conseguenti sanzioni economiche adottate da parte della comunità internazionale nei confronti della Russia, hanno determinato effetti e turbolenze significative sui mercati globalizzati, sia sul fronte finanziario sia sul fronte dei prezzi e dell'export di materie prime, ciò in considerazione del significativo ruolo che Russia e Ucraina assumono nello scacchiere economico internazionale.

Italgas conferma di non disporre di attività produttive o personale dislocato in Russia, in Ucraina o in paesi geo-politicamente allineati con la Russia, né di intrattenere rapporti commerciali e/o finanziari con tali Paesi. Italgas continua a non rilevare restrizioni materialmente rilevanti nell'esecuzione di transazioni finanziarie per il tramite del sistema bancario, anche a seguito dell'esclusione della Russia dal sistema internazionale di pagamento swift. Tuttavia, in un mercato già caratterizzato da restrizioni e rallentamenti nella catena degli approvvigionamenti soprattutto in relazione alla componentistica, non è escluso che la situazione di tensione politico-economico indotta dal conflitto possa esacerbare tali difficoltà e ripercuotersi, in una forma ad oggi non stimabile né prevedibile, sull'efficacia e tempestività della capacità di approvvigionarsi del Gruppo.

In particolare, nel corso del mese di marzo Italgas ha concluso (ed aggiornerà periodicamente) una prima survey su una parte rilevante dei propri fornitori. In tale sede è emerso che nessuno dei fornitori oggetto del sondaggio ha segnalato impatti con il mercato russo, mentre un solo fornitore ha rilevato sub-forniture di origine ucraina per le quali ha posto in atto iniziative volte alla ricerca di alternative.

Tutti i fornitori interpellati hanno confermato aver posto in essere misure atte a prevenire effetti derivanti da eventuali attacchi cyber.

Si segnala altresì che la maggior parte dei processi gestiti dai fornitori interpellati possono essere catalogati tra quelli energivori.

Il sondaggio ha confermato, come già precedentemente evidenziato, la crescente criticità sull'approvvigionamento di elettronica e componentistica legata all'acciaio, sia in termini di prezzi sia di tempistiche di consegna e di disponibilità.

Con riferimento ai rischi indiretti connessi alle società di vendita che utilizzano le reti della società, nel caso in cui queste si trovino a soffrire, in uno scenario internazionale deteriorato, di condizioni avverse di approvvigionamento della commodity quali, ad esempio, forti incrementi dei prezzi della materia prima non trasferibili ai clienti finali risultando, per le stesse, in un peggioramento delle condizioni finanziarie e relativa difficoltà ad adempiere regolarmente agli obblighi contrattuali nei confronti della società, si ricordi che le regole per l'accesso degli utenti al servizio di distribuzione del gas sono stabilite dall'ARERA e regolate nel Codice di Rete che definisce il sistema delle garanzie finanziarie in essere a tutela del distributore.

Con riferimento, infine, al rischio di minori volumi di gas immessi nell'infrastruttura nazionale, l'attuale regolazione tariffaria non determina, come noto, un'esposizione per i distributori a variazioni di volumi di gas vettoriato. In ogni caso, il rischio di un'interruzione prolungata di immissione del gas naturale nelle infrastrutture di distribuzione, che possa incidere in forma significativamente negativa sulla continuità operativa della società, sarebbe comunque mitigato dalle azioni già in essere e/o allo studio a livello nazionale ed europeo quali l'ottimizzazione degli stoccaggi, la diversificazione delle fonti di approvvigionamento, l'incremento della produzione nazionale.

Toscana Energia

Business Plan (€m)

2022

2023

2024

2025

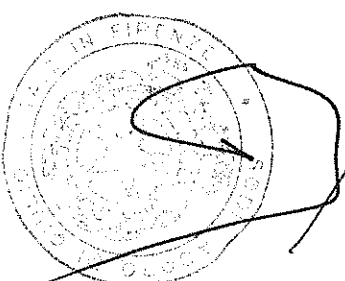
2026

2027

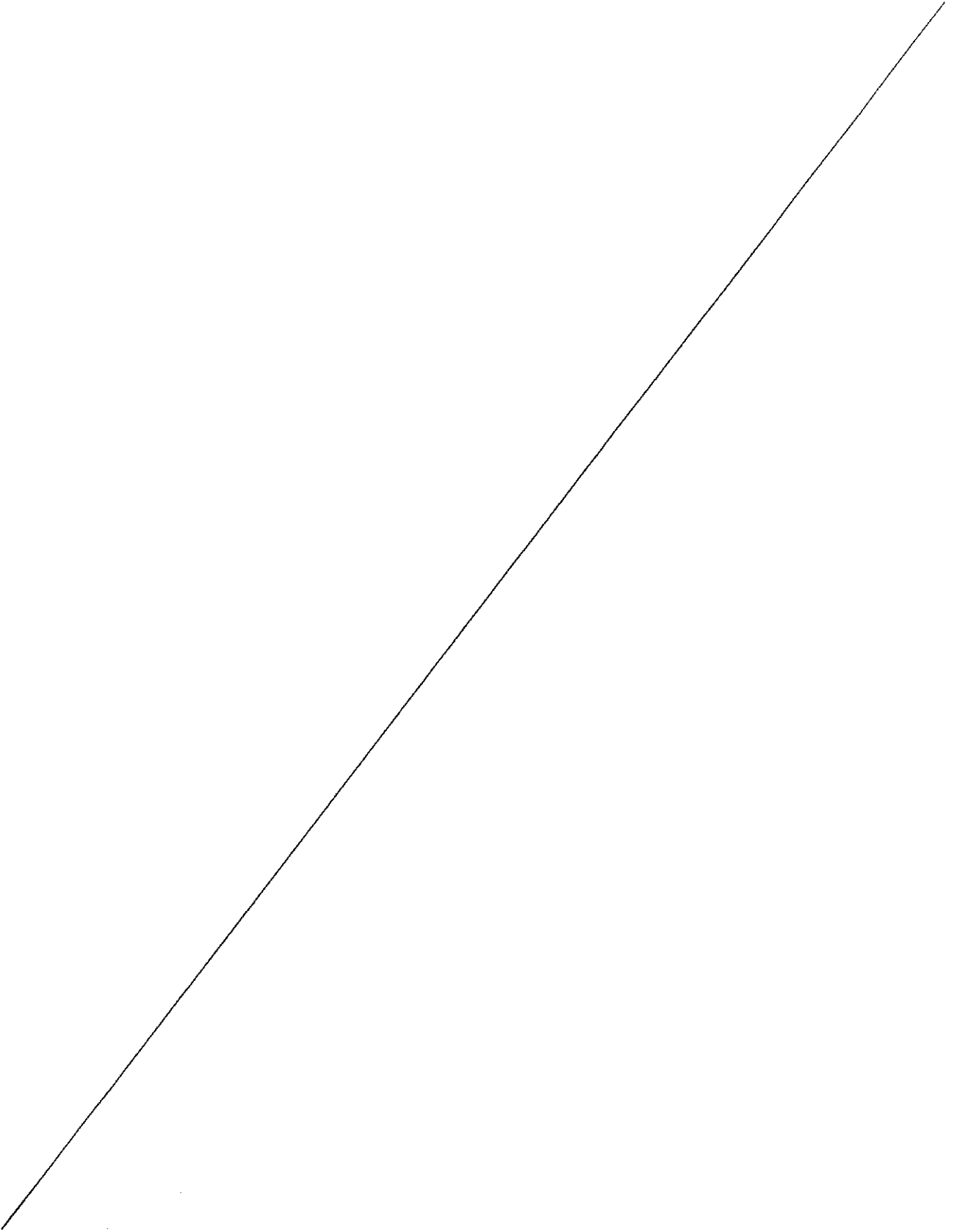
Conto economico						
Ricavi	140,8	144,8	149,1	151,1	155,1	158,4
Costi operativi	(34,2)	(34,0)	(34,1)	(33,3)	(32,7)	(32,3)
EBITDA	106,6	110,7	115,0	117,8	122,4	126,1
Ammortamenti e svalutazioni	(46,3)	(48,7)	(51,3)	(52,4)	(54,7)	(57,1)
EBIT	60,3	62,0	63,7	65,4	67,7	69,1
Proventi da partecipazioni	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6
Proventi/(oneri) finanziari	(6,3)	(6,3)	(6,4)	(6,5)	(6,6)	(6,8)
EBT	54,6	56,3	57,9	59,5	61,6	62,9
Imposte	(14,8)	(15,2)	(15,7)	(16,1)	(16,7)	(17,0)
Utile netto	39,8	41,0	42,2	43,4	44,9	45,8

Stato patrimoniale						
Immobilizzazioni	861,8	883,1	899,5	914,3	925,5	935,1
Partecipazioni	26,8	26,8	26,8	26,8	26,8	26,8
CCN	8,4	9,5	11,5	13,1	17,1	18,5
Fondi per rischi e oneri	(8,5)	(8,4)	(8,3)	(8,1)	(7,9)	(7,8)
Capitale investito netto	888,5	911,0	929,5	946,1	961,5	972,6
Patrimonio netto	435,1	448,4	461,9	475,7	490,2	504,6
Debito netto/(cassa)	453,4	462,7	467,6	470,4	471,3	468,0
Totale fonti di finanziamento	888,5	911,0	929,5	946,1	961,5	972,6

Rendiconto finanziario						
Utile netto	39,8	41,0	42,2	43,4	44,9	45,8
Ammortamenti	46,3	48,7	51,3	52,4	54,7	57,1
Variazione del capitale d'esercizio e altre variazioni	17,7	(1,2)	(2,1)	(1,8)	(4,2)	(1,5)
Variazione del capitale d'esercizio	16,7	(1,1)	(2,0)	(1,6)	(4,0)	(1,4)
Altre variazioni	1,0	(0,1)	(0,1)	(0,2)	(0,2)	(0,1)
Cash flow da attività operative	103,8	88,5	91,4	94,0	95,5	101,4
Capex lordi	(70,5)	(70,33)	(67,5)	(67,5)	(66,0)	(67,2)
Variazione debiti/crediti attività investimento	0,9	0,0	(0,5)	0,0	(0,2)	0,2
Contributi, dismissioni e altro	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
Free cash flow	34,5	18,5	23,7	26,8	29,5	34,7
Dividendi distribuiti	(28,2)	(27,8)	(28,7)	(29,6)	(30,4)	(31,4)
Variazione debito netto	6,3	(9,3)	(5,0)	(2,8)	(0,9)	3,3
Evoluzione della RAB	935,2	978,7	1.004,0	1.034,0	1.053,4	1.074,2



Allegato 4



Allegato 5

Date updated:	05-gen-22
Created by:	Aswath Damodaran, adamodar@stern.nyu.edu
What is this data?	Cost of equity and capital (updateable) Western Europe
Home Page:	http://www.damodaran.com
Data website:	https://www.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/data.html
Companies in each industry	https://www.stern.nyu.edu/~adamodar/pc/datasets/indname.xls
Variable definitions:	https://www.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/variable.htm

Long Term Treasury bond rate = 1.51%
 Risk Premium to Use for Equity = 5.07%
 Global Default Spread to add to cost of debt = 0.72%

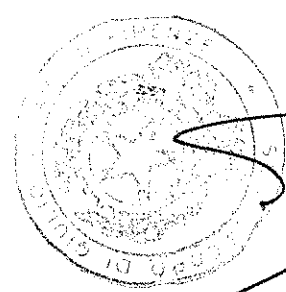
Do you want to use the marginal tax rate for cost of debt?	Yes
If yes, enter the marginal tax rate to use	23.94%

These costs of capital are in US\$. To convert to a different currency, please enter
 Expected inflation rate in Euros = 0.509%
 Expected inflation rate in US \$ = 1.509%

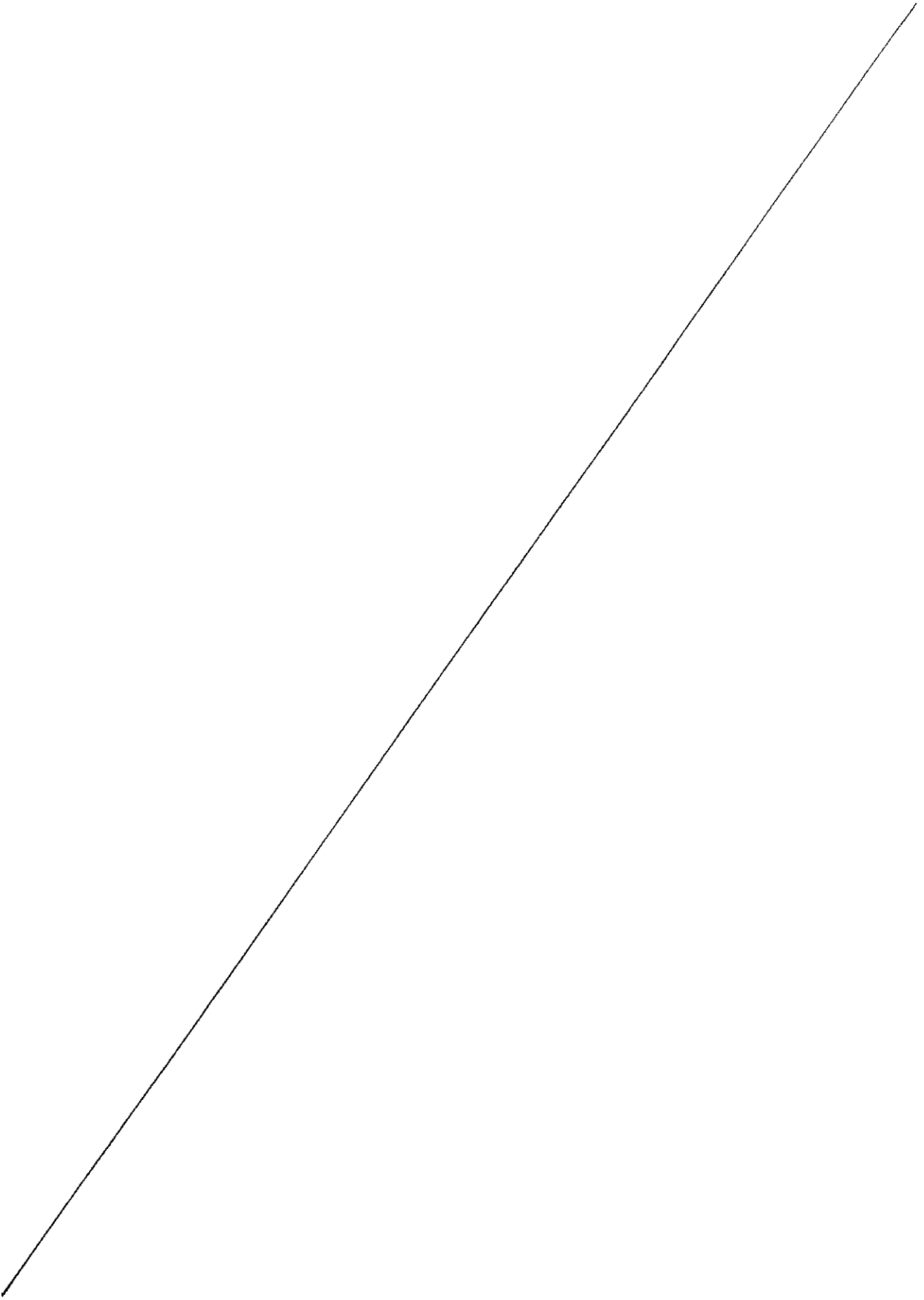
Cost of Debt Lookup Table (based on std dev in stock prices)

Standard Deviation	Basis Spread
0	0.99%
0.25	1.65%
0.4	2.07%
0.65	3.16%
0.75	6.61%
0.9	8.34%
1	10.06%

Industry Name	Number of Firms	Beta	Cost of Equity	E/(D+E)	Std Dev in Stock	Cost of Debt	Tax Rate	After-tax Cost of Debt	D/(D+E)	Cost of Capital (Euros)
Utility (General)	19	0.78	5.47%	50.05%	15.65%	3.22%	19.59%	2.45%	49.95%	2.94%
Total Market	7180	1.01	6.65%	57.41%	30.47%	3.88%	11.46%	2.95%	42.59%	4.04%
Total Market (without financials)	6336	1.03	6.71%	74.31%	30.93%	3.88%	11.35%	2.95%	25.69%	4.70%

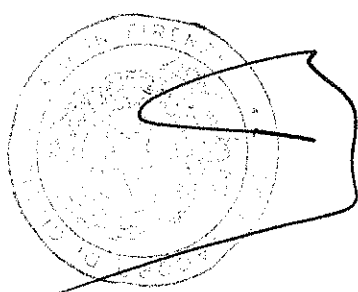


[Handwritten signature]

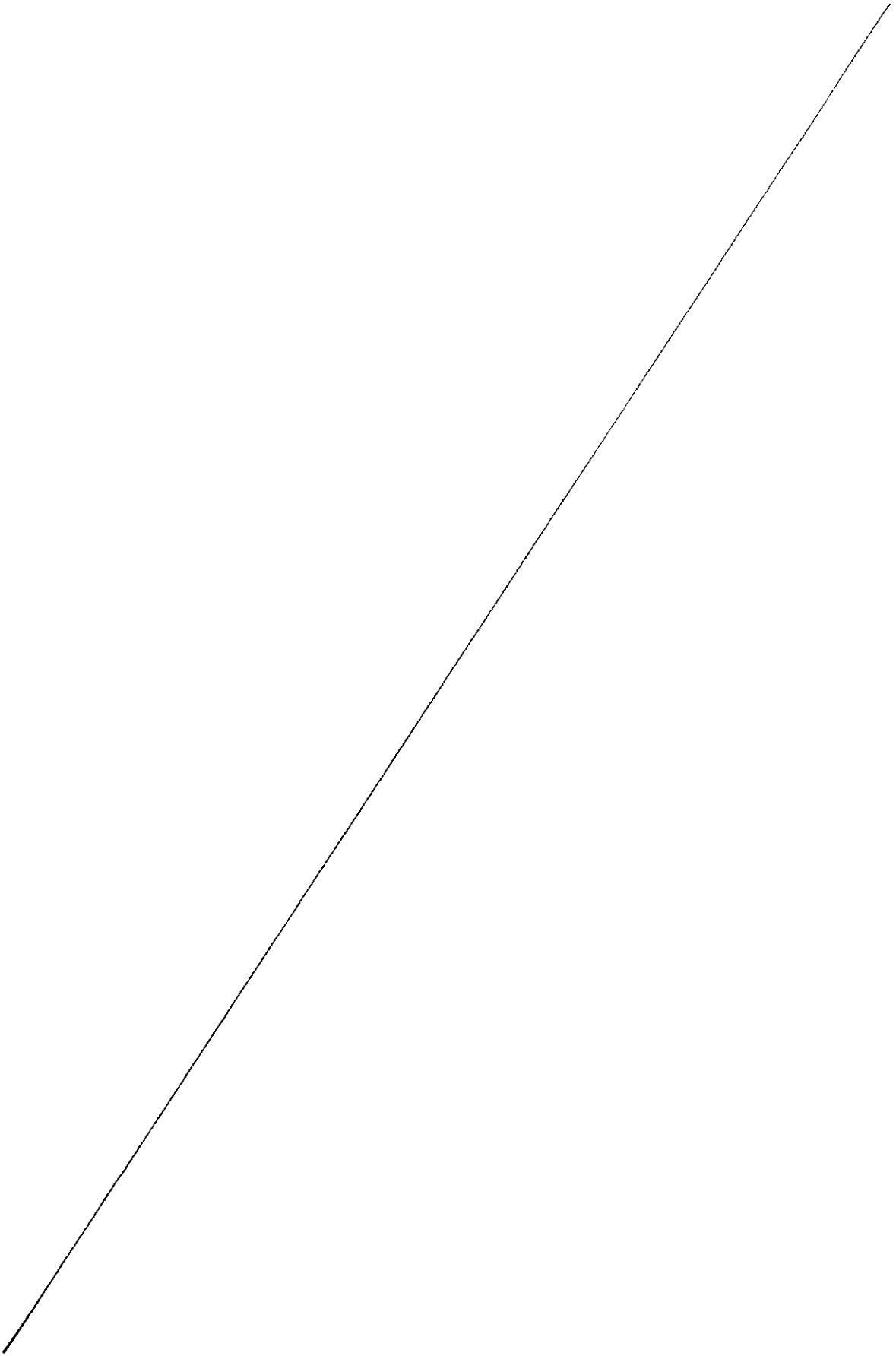


Allegato 6

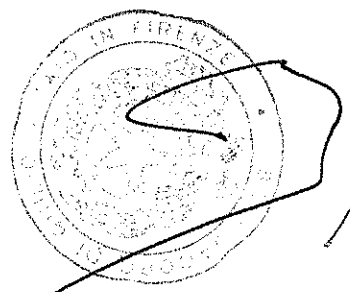
Date	Price	Change	% Change	Yield to Maturity	Interpolated Spread (LIBOR)	Interpolated Spread (Treasury)	Option Adjusted Spread (LIBOR)	Option Adjusted Spread (Treasury)	Spread (Treasury)
07/15/22	77.85	0.78	1.01	3.4	134.34	215.44	135.86	216.77	209.62
07/14/22	77.07	-1.03	-1.32	3.5	136.58	216.33	138.14	217.52	211.61
07/13/22	78.10	-0.07	-0.09	3.4	127.67	208.33	129.24	205.92	202.72
07/12/22	78.17	1.70	2.22	3.4	124.35	204.49	125.83	206.01	205.92
07/11/22	76.48	0.46	0.60	3.5	127.47	212.14	129.07	213.51	207.65
07/08/22	76.02	-0.31	-0.41	3.6	126.29	205.59	127.89	206.77	206.75
07/07/22	76.33	-1.32	-1.70	3.5	128.62	212.21	130.20	213.41	204.85
07/06/22	77.65	0.31	0.39	3.4	122.41	203.92	123.99	205.40	205.40
07/05/22	77.34	-0.72	-0.92	3.5	120.94	205.29	122.51	206.61	206.61
07/01/22	78.06	1.64	2.15	3.4	114.78	195.80	116.29	197.13	193.64
06/30/22	78.42	0.97	1.29	3.5	121.34	201.83	122.92	202.78	191.28
06/29/22	75.45	1.83	2.48	3.6	119.30	192.53	120.91	193.25	187.52
06/28/22	73.62	-0.51	-0.69	3.8	128.75	199.85	130.47	200.39	194.80
06/27/22	74.13	-0.49	-0.66	3.7	131.82	208.66	133.49	200.28	200.28
06/24/22	74.63	-0.90	-1.19	3.7	134.28	210.79	135.90	211.60	201.63
06/23/22	75.53	1.04	1.40	3.6	127.21	204.64	128.79	205.43	195.58
06/22/22	74.48	1.35	1.84	3.7	122.86	196.06	124.66	198.54	190.35
06/21/22	73.14	-1.34	-1.80	3.8	124.02	195.72	125.83	196.05	188.51
06/17/22	74.48	1.82	2.50	3.7	124.12	188.64	125.83	189.08	182.08
06/16/22	72.66	0.60	0.83	3.9	140.33	203.72	142.15	204.17	198.50
06/15/22	72.06	2.89	4.18	3.9	145.36	214.06	147.16	214.80	215.18
06/14/22	69.18	-0.93	-1.33	4.2	165.26	238.10	167.21	238.57	239.92
06/13/22	70.11	-2.31	-3.19	4.1	177.14	240.64	178.79	241.08	240.92
06/10/22	72.42	-0.62	-0.85	3.9	165.78	235.91	167.33	236.45	231.05
06/09/22	73.04	-2.30	-3.06	3.8	163.15	230.13	164.71	230.89	225.08
06/08/22	75.35	-0.90	-1.18	3.6	147.31	214.73	148.85	213.95	215.68
06/07/22	76.25	1.60	2.14	3.5	145.83	213.00	147.33	213.95	213.95
06/06/22	74.65	-0.43	-0.58	3.7	157.02	216.53	158.57	217.59	217.59
06/03/22	75.08	-1.38	-1.80	3.6	157.51	223.82	159.04	224.87	219.68
06/02/22	76.45	-1.04	-1.34	3.5	147.06	217.47	148.58	218.59	209.02
06/01/22	77.50	-0.71	-0.91	3.4	141.95	211.70	143.48	212.94	205.22
05/31/22	78.21	-2.14	-2.67	3.4	140.53	211.88	142.04	213.12	204.40
05/27/22	80.35	0.66	0.83	3.2	133.76	209.14	135.29	210.69	203.80
05/26/22	79.69	0.07	0.08	3.3	134.32	210.97	135.92	212.54	205.87
05/25/22	79.62	0.38	0.48	3.3	143.00	219.40	144.55	220.89	211.09
05/24/22	79.25	0.23	0.29	3.3	150.46	224.21	151.95	225.61	217.96
05/23/22	79.02	-0.47	-0.59	3.3	148.90	220.98	150.32	222.25	220.33
05/20/22	79.48	-1.42	-1.76	3.3	150.81	224.61	152.23	225.83	218.94
05/19/22	80.90	0.34	0.42	3.2	140.32	215.78	141.63	216.94	211.60
05/18/22	80.56	0.31	0.38	3.2	138.57	210.03	139.91	211.20	207.23
05/17/22	80.26	-1.10	-1.35	3.2	135.25	210.93	136.67	212.09	207.29
05/16/22	81.31	0.08	0.10	3.1	131.90	207.87	133.39	209.34	205.65
05/13/22	81.27	-1.73	-2.08	3.1	130.18	205.72	131.70	207.25	205.86
05/12/22	83.00	1.94	2.39	3.0	122.52	200.45	124.00	201.97	199.61
05/11/22	81.06	0.98	1.23	3.1	123.52	204.27	125.03	205.60	199.61



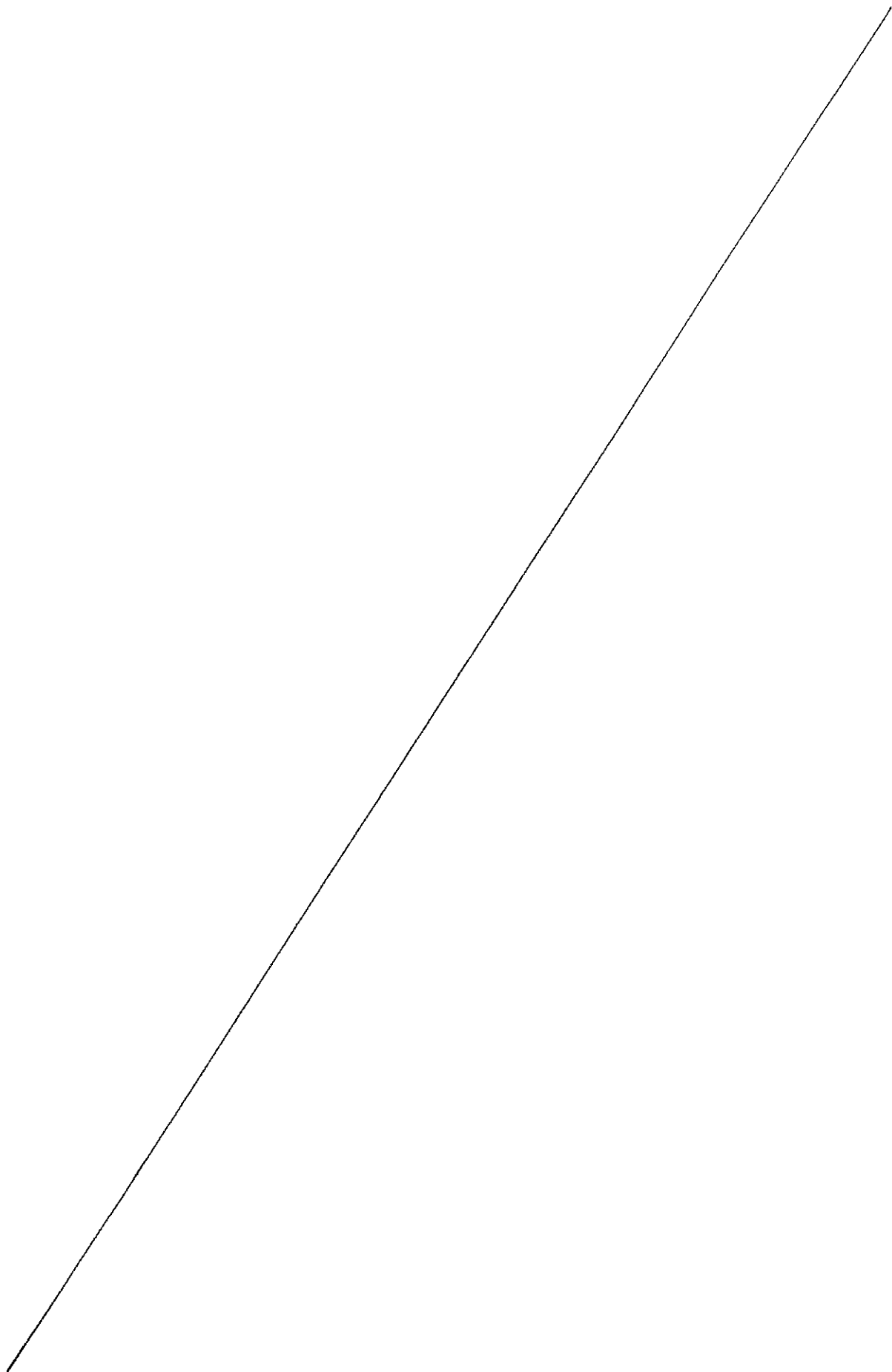
Handwritten signature and initials.



05/10/22	80.08	1.44	1.83	3.2	130.10	213.07	131.58	214.39	212.50
05/09/22	78.64	-0.26	-0.32	3.3	134.64	216.85	136.37	218.12	213.82
05/06/22	78.89	-1.25	-1.56	3.3	133.47	213.13	133.47	214.11	214.08
05/05/22	80.14	-0.87	-1.08	3.2	134.50	212.56	135.90	213.69	212.26
05/04/22	81.01	-0.69	-0.84	3.1	133.71	213.49	135.01	214.51	207.62
05/03/22	81.70	0.43	0.52	3.1	128.79	209.64	130.11	210.77	207.61
05/02/22	81.27	0.43	-1.03	3.1	127.63	208.64	129.02	209.91	207.48
04/29/22	82.12	-0.40	-0.48	3.1	125.77	207.00	127.12	208.12	209.00
04/28/22	82.52	-1.60	-1.90	3.0	125.47	205.45	126.84	206.66	206.66
04/27/22	84.11	-0.43	-0.51	2.9	122.62	200.92	123.98	202.28	203.38
04/26/22	84.55	0.52	0.62	2.9	123.34	200.92	124.59	202.12	197.09
04/25/22	84.03	0.48	0.57	2.9	124.33	200.19	125.59	201.40	196.23
04/22/22	83.55	-0.78	-0.93	2.9	121.98	196.60	123.04	197.43	196.68
04/21/22	84.33	-0.90	-1.06	2.9	121.98	192.19	123.04	193.22	191.65
04/20/22	85.24	0.80	0.95	2.8	115.31	189.27	116.57	190.49	188.80
04/19/22	84.43	-1.20	-1.40	2.9	115.83	187.67	117.14	189.99	183.87
04/18/22	85.63	-1.40	-1.78	2.8	111.48	188.37	112.73	184.72	184.72
04/14/22	85.63	-2.03	-2.03	2.8	111.73	189.21	112.99	185.77	185.77
04/13/22	87.41	0.55	0.63	2.7	110.53	183.83	111.62	184.92	182.40
04/12/22	86.86	0.57	0.67	2.7	113.66	185.84	114.79	186.92	183.74
04/11/22	86.28	-1.34	-1.53	2.7	120.21	190.86	121.22	191.72	189.66
04/09/22	87.62	0.11	0.13	2.6	119.53	192.64	120.48	193.53	190.40
04/07/22	87.50	-0.19	-0.21	2.6	125.63	193.04	126.62	194.10	190.12
04/06/22	87.69	-1.39	-1.57	2.6	125.30	193.10	126.34	194.31	191.54
04/05/22	89.09	-2.22	-2.43	2.5	119.47	189.99	120.42	188.17	179.90
04/04/22	91.31	0.41	0.45	2.4	113.83	183.15	114.76	184.19	184.19
04/01/22	90.90	-1.12	-1.21	2.4	113.18	182.14	114.12	183.13	178.90
03/31/22	92.02	1.14	1.26	2.3	105.71	177.06	106.65	176.70	173.75
03/30/22	90.88	0.08	0.09	2.4	108.46	176.08	109.32	176.84	172.98
03/29/22	90.80	-0.04	-0.04	2.4	110.00	176.15	110.94	177.12	177.91
03/28/22	90.84	-0.11	-0.13	2.4	114.87	181.79	115.86	182.87	181.53
03/24/22	91.17	-0.40	-0.43	2.4	114.64	179.35	115.76	180.65	180.65
03/23/22	91.57	0.50	0.55	2.4	114.64	181.19	115.86	182.62	180.60
03/22/22	91.07	-0.42	-0.46	2.4	114.18	180.68	115.49	182.30	180.53
03/21/22	91.49	-1.25	-1.35	2.4	115.45	181.19	116.73	182.83	182.99
03/18/22	92.74	0.23	0.25	2.3	115.93	181.78	117.34	183.67	183.76
03/17/22	92.51	-0.18	-0.19	2.3	114.92	181.52	117.45	183.41	184.65
03/16/22	92.69	0.16	0.17	2.3	116.10	181.88	116.27	183.70	183.44
03/15/22	92.53	0.43	0.47	2.3	110.06	180.79	111.45	182.62	182.52
03/14/22	92.09	-1.23	-1.32	2.3	110.46	186.53	117.52	188.54	185.99
03/11/22	93.32	0.93	1.01	2.2	116.15	186.48	117.52	188.28	189.86
03/10/22	92.39	-2.89	-2.83	2.3	114.80	188.83	116.08	190.56	192.35
03/09/22	95.08	-0.87	-0.91	2.1	109.26	195.11	124.88	196.96	197.20
03/08/22	95.96	-0.55	-0.57	2.1	108.26	191.40	110.74	183.60	183.98
03/07/22	96.51	-0.65	-0.67	2.0	112.82	184.42	114.21	186.72	188.94
03/04/22	97.16	0.83	0.86	2.0	119.62	197.36	120.89	199.44	200.83
03/03/22	96.33	-0.74	-0.74	2.0	115.78	199.33	117.30	201.62	201.62
				2.0	115.88	187.30	117.44	189.90	188.57

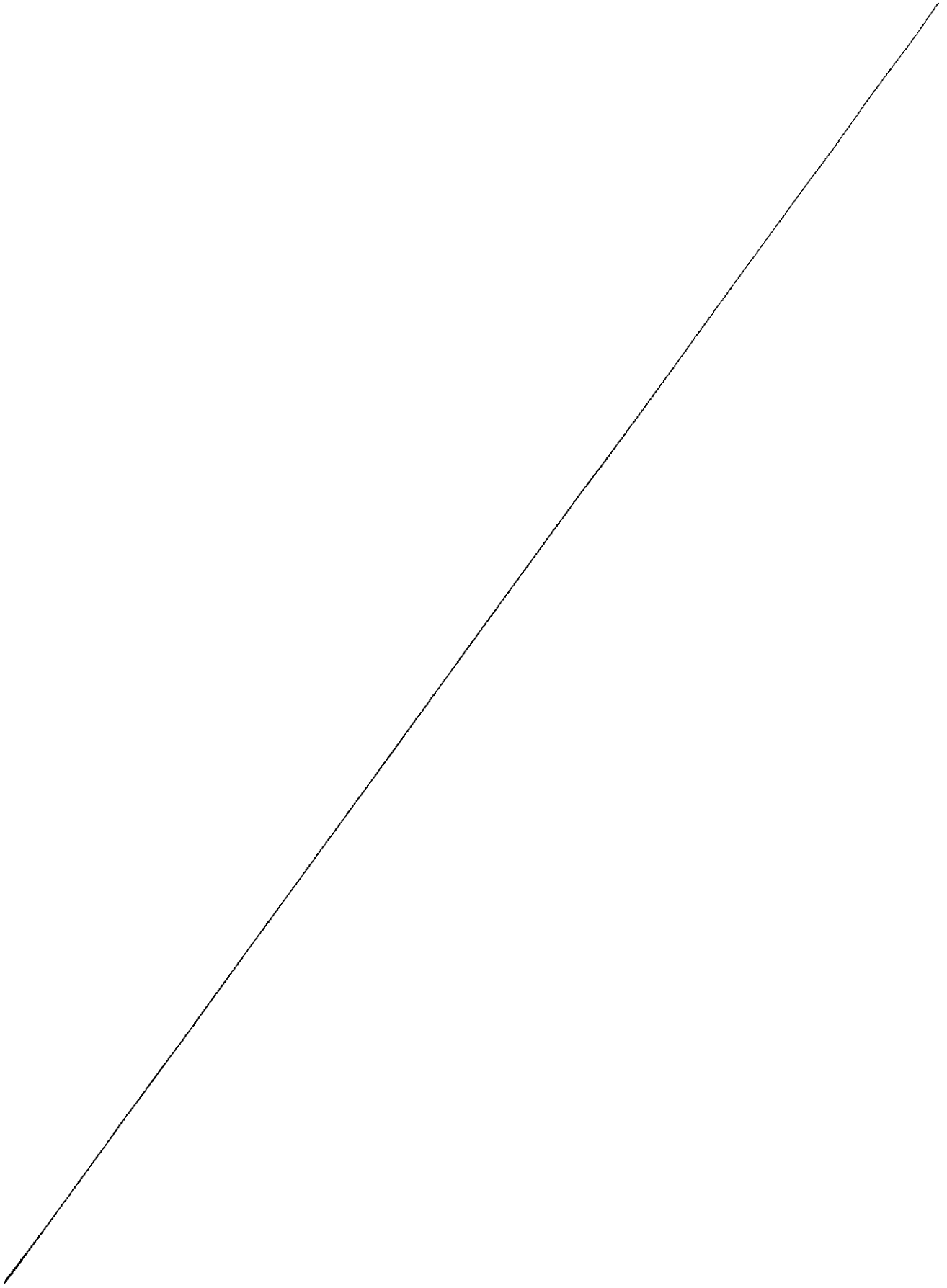


Handwritten signature and initials.



03/02/22	97.06	-1.52	-1.54	2.0	116.98	184.44	118.55	186.99	188.48
03/01/22	98.57	4.49	4.77	1.9	107.69	178.57	109.39	181.52	180.18
02/28/22	94.08	0.63	0.67	2.2	119.57	188.93	121.20	191.28	190.19
02/25/22	93.46	-0.48	-0.51	2.2	123.50	188.78	124.89	190.81	192.00
02/24/22	93.94	1.44	1.56	2.2	128.28	190.45	129.61	192.82	196.25
02/23/22	92.90	0.65	0.71	2.3	133.35	196.06	134.57	198.00	197.99
02/22/22	91.85	-0.97	-1.05	2.3	136.92	195.07	139.26	197.17	198.34
02/18/22	92.82	-0.10	-0.11	2.3	134.23	194.77	136.66	196.97	196.06
02/17/22	92.92	0.54	0.59	2.3	134.66	191.82	135.98	193.90	194.06
02/16/22	92.38	0.91	0.99	2.3	136.87	190.09	138.13	192.18	194.05
02/15/22	91.47	-0.52	-0.56	2.4	138.27	192.33	139.46	194.95	197.78
02/14/22	91.98	-0.21	-0.23	2.3	140.71	196.74	141.71	198.59	202.43
02/11/22	92.20	-0.60	-0.64	2.3	141.54	194.51	142.50	196.20	200.25
02/10/22	92.80	-1.36	-1.44	2.3	138.88	193.27	139.86	194.81	196.88
02/09/22	94.15	0.83	0.89	2.2	133.91	187.69	135.06	189.42	191.16
02/08/22	93.32	-0.67	-0.72	2.2	137.27	190.60	138.39	192.16	193.62
02/07/22	93.99	-0.80	-0.84	2.2	140.23	191.23	141.24	192.70	194.70
02/04/22	94.79	-1.41	-1.47	2.1	139.67	190.60	140.55	191.82	192.38
02/03/22	96.21	-2.35	-2.39	2.0	134.20	184.81	135.45	186.37	187.70
02/02/22	96.56	0.05	0.05	1.9	124.70	175.95	126.28	178.00	178.33
02/01/22	99.51	-0.66	-0.67	1.9	125.07	174.70	126.79	176.99	177.92
01/28/22	99.10	0.23	0.23	1.9	122.66	168.72	124.86	170.95	175.46
01/27/22	98.87	0.87	0.88	1.9	129.33	177.47	131.28	179.99	182.86
01/26/22	98.00	-1.02	-1.03	1.9	134.20	181.78	136.38	184.46	188.14
01/25/22	99.02	-0.19	-0.19	1.9	131.31	178.31	133.38	180.88	184.42
01/24/22	99.21	-0.09	-0.09	1.8	129.76	178.82	131.94	181.38	185.92
01/21/22	99.30	0.14	0.14	1.8	125.82	175.68	127.72	178.12	184.26
01/20/22	99.16	0.71	0.72	1.9	126.52	170.16	128.62	172.75	178.45
01/19/22	98.45	-0.30	-0.31	1.9	127.96	172.01	130.15	174.63	180.72
01/18/22	98.75	-0.94	-0.94	1.9	127.32	171.61	128.48	174.19	180.22
01/14/22	99.69	-0.65	-0.65	1.8	124.62	172.12	126.78	174.68	174.68
01/13/22	100.34	0.82	0.82	1.8	124.50	172.17	126.73	174.74	177.61
01/12/22	99.52	1.09	1.10	1.8	124.42	171.09	126.77	173.86	178.39
01/11/22	98.43	-0.33	-0.33	1.9	128.64	175.89	130.97	178.62	181.20
01/10/22	98.76	0.50	0.51	1.9	127.48	174.21	129.87	177.00	179.74
01/07/22	98.26	-0.40	-0.41	1.9	132.96	177.70	135.35	180.48	184.98
01/06/22	98.86	-0.68	-0.69	1.9	129.67	175.27	132.17	178.22	183.44
01/05/22	99.35	-0.57	-0.57	1.8	127.33	172.35	129.90	175.41	180.55
01/04/22	99.91	-0.62	-0.61	1.8	127.09	169.69	129.53	172.72	177.83
01/03/22	100.53	-0.61	-0.60	1.8	123.22	165.83	125.71	168.80	175.31
12/31/21	101.14			1.7	119.52	167.91	121.99	170.88	174.18

Handwritten signature and official stamp of the Ministry of Finance of the Republic of Serbia.



Allegato 7

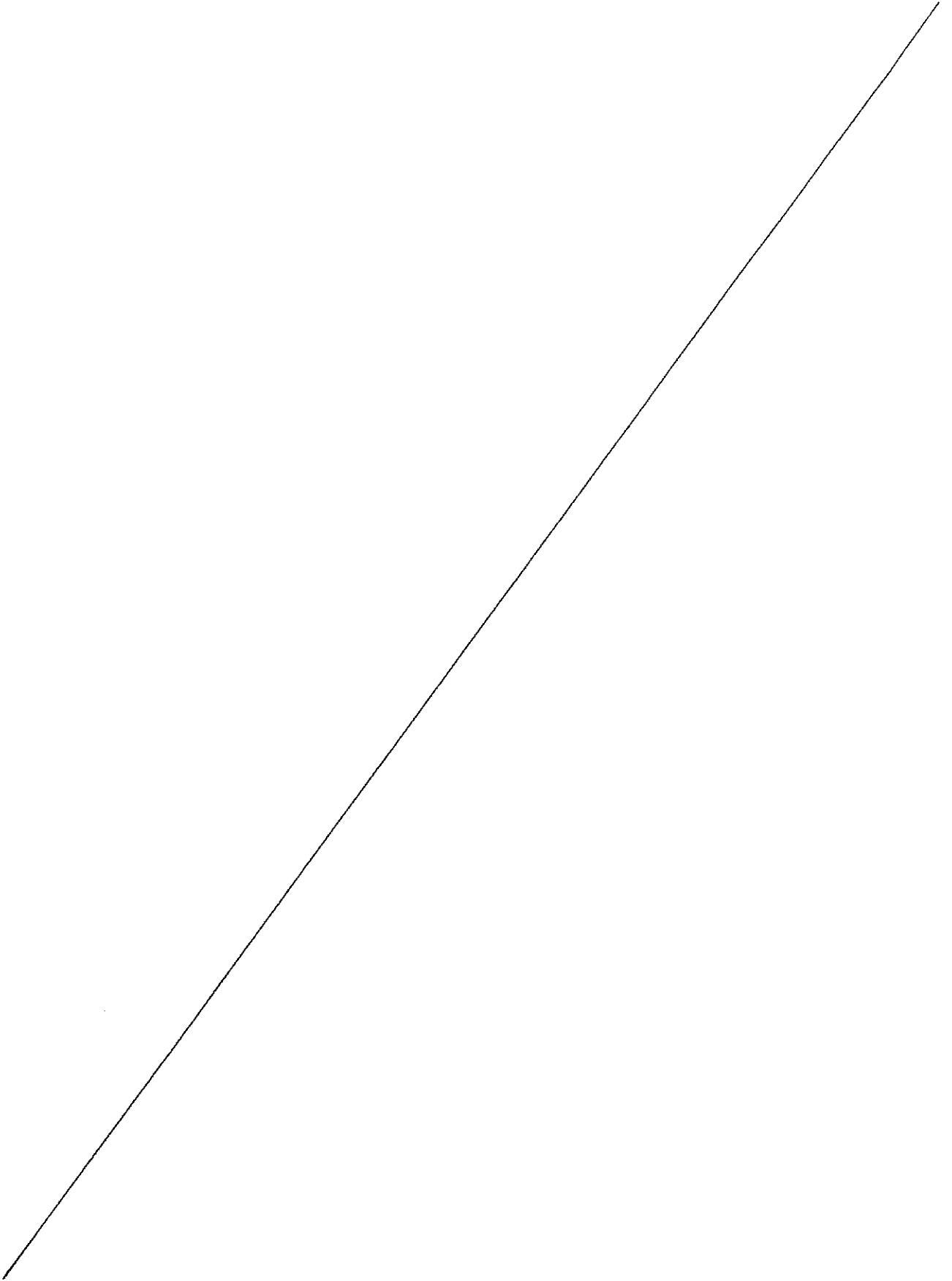
Country and Equity Risk Premiums

Date of Update: 1-Jan-22

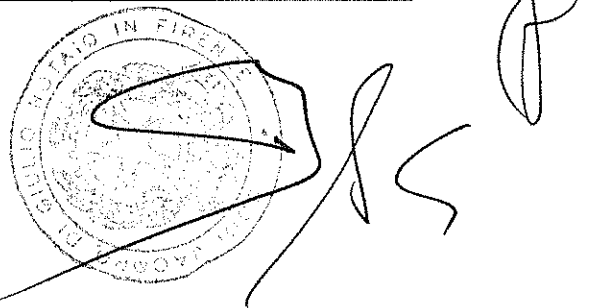
Enter the current risk premium for a mature equity market. Do you want to adjust the country default spread for the additional volatility of the equity market to get to a country premium? If yes, enter the multiplier to use on the default spread (see worksheet for volatility numbers for selected emerging markets)

4.32% Updated January 1, 2022
 Yes
 1.16 Updated January 1, 2022

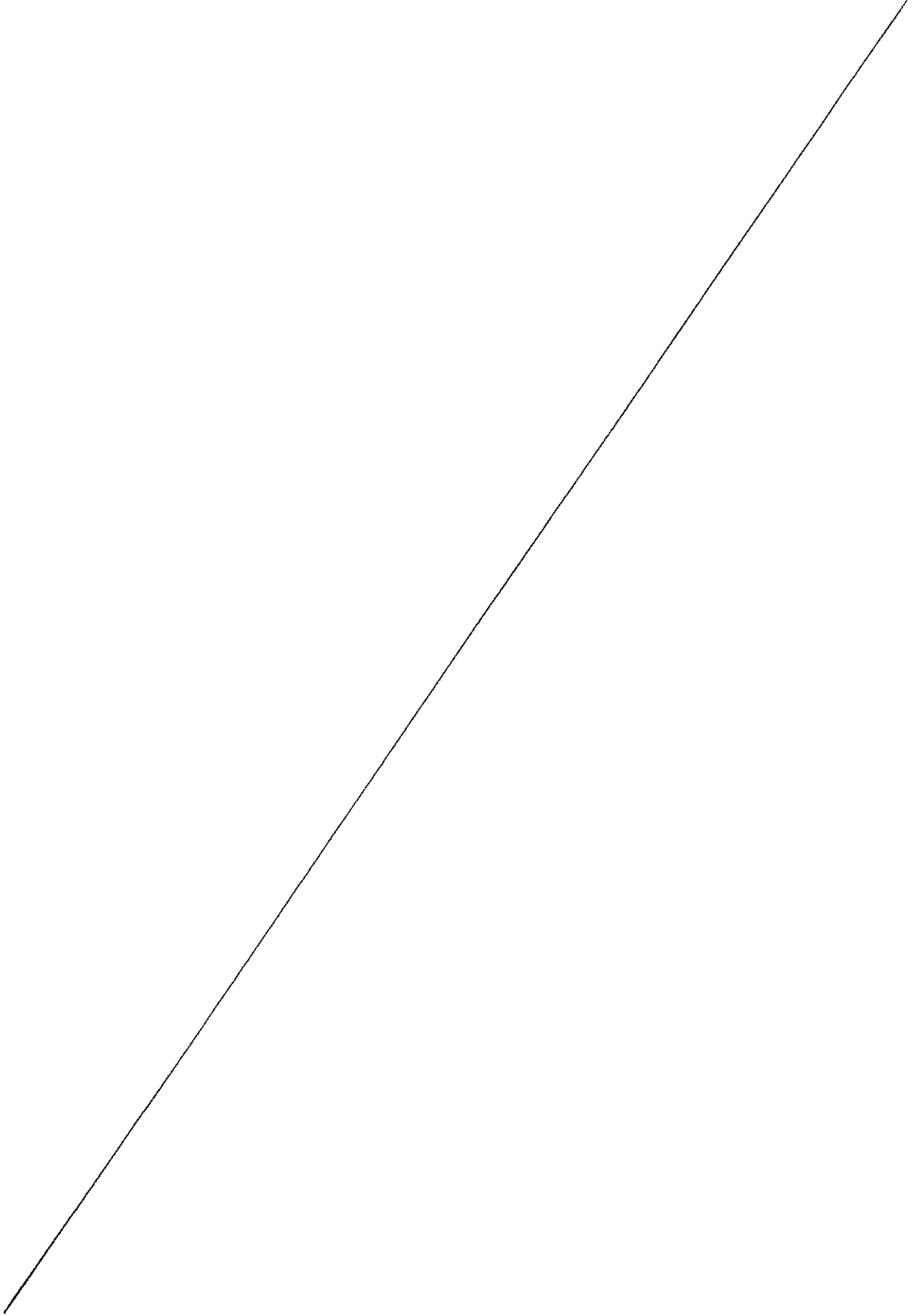
Country	Alpha	Moodie's rating	Alpha-based Default Spread	Sovereign Country Risk Premium	Country Risk Premium	Sovereign CDS, and of	Total Equity Risk Premium	Country Risk Premium?
Abu Dhabi	Middle East	Aa2	0.42%	4.73%	0.69%	0.98%	4.91%	0.67%
Albania	Eastern Europe & Russia	B1	3.83%	8.69%	4.45%	NA	NA	NA
Algeria (Principality of)	Western Europe	Baa2	1.62%	6.12%	1.88%	NA	NA	NA
Angola	Africa	B3	5.52%	10.67%	6.43%	5.75%	10.92%	6.68%
Argentina	Central and South America	C+	10.21%	16.11%	11.87%	23.13%	31.12%	26.89%
Armenia	Eastern Europe & Russia	Ba3	3.06%	7.80%	3.66%	NA	NA	NA
Aruba	Caribbean	Baa2	1.62%	6.12%	1.88%	NA	NA	NA
Australia	Australia & New Zealand	Aaa	0.00%	4.24%	0.00%	0.04%	4.29%	0.03%
Austria	Western Europe	Aa1	0.34%	4.63%	0.39%	0.00%	4.24%	0.00%
Azerbaijan	Eastern Europe & Russia	Ba2	2.56%	7.21%	2.97%	NA	NA	NA
Bahamas	Caribbean	Ba3	3.06%	7.80%	3.66%	NA	NA	NA
Bahrain	Middle East	B2	4.68%	9.68%	5.44%	3.21%	7.97%	3.73%
Bangladesh	Asia	Ba3	3.06%	7.80%	3.66%	NA	NA	NA
Barbados	Caribbean	Ba3	3.06%	7.80%	3.66%	NA	NA	NA
Belarus	Eastern Europe & Russia	B3	5.52%	10.67%	6.43%	NA	NA	NA
Belgium	Western Europe	Aa3	0.51%	4.84%	0.60%	0.02%	4.26%	0.02%
Belize	Central and South America	Caa3	8.51%	14.13%	9.89%	NA	NA	NA
Benin	Africa	B1	3.83%	8.69%	4.45%	NA	NA	NA
Bermuda	Caribbean	A2	0.72%	5.08%	0.64%	NA	NA	NA
Bolivia	Central and South America	B2	4.68%	9.68%	5.44%	NA	NA	NA
Bosnia and Herzegovina	Eastern Europe & Russia	B1	3.53%	10.67%	6.41%	NA	NA	NA
Botswana	Africa	A3	1.02%	5.43%	1.09%	NA	NA	NA
Brazil	Central and South America	Ba2	2.56%	7.21%	2.97%	2.72%	7.40%	3.16%
Bulgaria	Eastern Europe & Russia	Ba1	1.36%	5.82%	1.58%	0.62%	4.96%	0.72%
Burkina Faso	Africa	B2	4.68%	9.68%	5.44%	NA	NA	NA
Burkina Faso	Eastern Europe & Russia	B2	4.68%	9.68%	5.44%	NA	NA	NA
Burkina Faso	Africa	B2	4.68%	9.68%	5.44%	NA	NA	NA
Burkina Faso	Asia	B2	4.68%	9.68%	5.44%	NA	NA	NA
Burkina Faso	Africa	B2	4.68%	9.68%	5.44%	NA	NA	NA
Burkina Faso	Asia	B2	4.68%	9.68%	5.44%	NA	NA	NA
Burkina Faso	Africa	B2	4.68%	9.68%	5.44%	NA	NA	NA
Burkina Faso	Asia	B2	4.68%	9.68%	5.44%	NA	NA	NA
Burkina Faso	Africa	B2	4.68%	9.68%	5.44%	NA	NA	NA
Burkina Faso	Asia	B2	4.68%	9.68%	5.44%	NA	NA	NA
Burkina Faso	Africa	B2	4.68%	9.68%	5.44%	NA	NA	NA
Burkina Faso	Asia	B2	4.68%	9.68%	5.44%	NA	NA	NA
Burkina Faso	Africa	B2	4.68%	9.68%	5.44%	NA	NA	NA
Burkina Faso	Asia	B2	4.68%	9.68%	5.44%	NA	NA	NA
Burkina Faso	Africa	B2	4.68%	9.68%	5.44%	NA	NA	NA
Burkina Faso	Asia	B2	4.68%	9.68%	5.44%	NA	NA	NA
Burkina Faso	Africa	B2	4.68%	9.68%	5.44%	NA	NA	NA
Burkina Faso	Asia	B2	4.68%	9.68%	5.44%	NA	NA	NA
Burkina Faso	Africa	B2	4.68%	9.68%	5.44%	NA	NA	NA
Burkina Faso	Asia	B2	4.68%	9.68%	5.44%	NA	NA	NA
Burkina Faso	Africa	B2	4.68%	9.68%	5.44%	NA	NA	NA
Burkina Faso	Asia	B2	4.68%	9.68%	5.44%	NA	NA	NA
Burkina Faso	Africa	B2	4.68%	9.68%	5.44%	NA	NA	NA
Burkina Faso	Asia	B2	4.68%	9.68%	5.44%	NA	NA	NA
Burkina Faso	Africa	B2	4.68%	9.68%	5.44%	NA	NA	NA
Burkina Faso	Asia	B2	4.68%	9.68%	5.44%	NA	NA	NA
Burkina Faso	Africa	B2	4.68%	9.68%	5.44%	NA	NA	NA
Burkina Faso	Asia	B2	4.68%	9.68%	5.44%	NA	NA	NA
Burkina Faso	Africa	B2	4.68%	9.68%	5.44%	NA	NA	NA
Burkina Faso	Asia	B2	4.68%	9.68%	5.44%	NA	NA	NA
Burkina Faso	Africa	B2	4.68%	9.68%	5.44%	NA	NA	NA
Burkina Faso	Asia	B2	4.68%	9.68%	5.44%	NA	NA	NA
Burkina Faso	Africa	B2	4.68%	9.68%	5.44%	NA	NA	NA
Burkina Faso	Asia	B2	4.68%	9.68%	5.44%	NA	NA	NA
Burkina Faso	Africa	B2	4.68%	9.68%	5.44%	NA	NA	NA
Burkina Faso	Asia	B2	4.68%	9.68%	5.44%	NA	NA	NA
Burkina Faso	Africa	B2	4.68%	9.68%	5.44%	NA	NA	NA
Burkina Faso	Asia	B2	4.68%	9.68%	5.44%	NA	NA	NA
Burkina Faso	Africa	B2	4.68%	9.68%	5.44%	NA	NA	NA
Burkina Faso	Asia	B2	4.68%	9.68%	5.44%	NA	NA	NA
Burkina Faso	Africa	B2	4.68%	9.68%	5.44%	NA	NA	NA
Burkina Faso	Asia	B2	4.68%	9.68%	5.44%	NA	NA	NA
Burkina Faso	Africa	B2	4.68%	9.68%	5.44%	NA	NA	NA
Burkina Faso	Asia	B2	4.68%	9.68%	5.44%	NA	NA	NA
Burkina Faso	Africa	B2	4.68%	9.68%	5.44%	NA	NA	NA
Burkina Faso	Asia	B2	4.68%	9.68%	5.44%	NA	NA	NA
Burkina Faso	Africa	B2	4.68%	9.68%	5.44%	NA	NA	NA
Burkina Faso	Asia	B2	4.68%	9.68%	5.44%	NA	NA	NA
Burkina Faso	Africa	B2	4.68%	9.68%	5.44%	NA	NA	NA
Burkina Faso	Asia	B2	4.68%	9.68%	5.44%	NA	NA	NA
Burkina Faso	Africa	B2	4.68%	9.68%	5.44%	NA	NA	NA
Burkina Faso	Asia	B2	4.68%	9.68%	5.44%	NA	NA	NA
Burkina Faso	Africa	B2	4.68%	9.68%	5.44%	NA	NA	NA
Burkina Faso	Asia	B2	4.68%	9.68%	5.44%	NA	NA	NA
Burkina Faso	Africa	B2	4.68%	9.68%	5.44%	NA	NA	NA
Burkina Faso	Asia	B2	4.68%	9.68%	5.44%	NA	NA	NA
Burkina Faso	Africa	B2	4.68%	9.68%	5.44%	NA	NA	NA
Burkina Faso	Asia	B2	4.68%	9.68%	5.44%	NA	NA	NA
Burkina Faso	Africa	B2	4.68%	9.68%	5.44%	NA	NA	NA
Burkina Faso	Asia	B2	4.68%	9.68%	5.44%	NA	NA	NA
Burkina Faso	Africa	B2	4.68%	9.68%	5.44%	NA	NA	NA
Burkina Faso	Asia	B2	4.68%	9.68%	5.44%	NA	NA	NA
Burkina Faso	Africa	B2	4.68%	9.68%	5.44%	NA	NA	NA
Burkina Faso	Asia	B2	4.68%	9.68%	5.44%	NA	NA	NA
Burkina Faso	Africa	B2	4.68%	9.68%	5.44%	NA	NA	NA
Burkina Faso	Asia	B2	4.68%	9.68%	5.44%	NA	NA	NA
Burkina Faso	Africa	B2	4.68%	9.68%	5.44%	NA	NA	NA
Burkina Faso	Asia	B2	4.68%	9.68%	5.44%	NA	NA	NA
Burkina Faso	Africa	B2	4.68%	9.68%	5.44%	NA	NA	NA
Burkina Faso	Asia	B2	4.68%	9.68%	5.44%	NA	NA	NA
Burkina Faso	Africa	B2	4.68%	9.68%	5.44%	NA	NA	NA
Burkina Faso	Asia	B2	4.68%	9.68%	5.44%	NA	NA	NA
Burkina Faso	Africa	B2	4.68%	9.68%	5.44%	NA	NA	NA
Burkina Faso	Asia	B2	4.68%	9.68%	5.44%	NA	NA	NA
Burkina Faso	Africa	B2	4.68%	9.68%	5.44%	NA	NA	NA
Burkina Faso	Asia	B2	4.68%	9.68%	5.44%	NA	NA	NA
Burkina Faso	Africa	B2	4.68%	9.68%	5.44%	NA	NA	NA
Burkina Faso	Asia	B2	4.68%	9.68%	5.44%	NA	NA	NA
Burkina Faso	Africa	B2	4.68%	9.68%	5.44%	NA	NA	NA
Burkina Faso	Asia	B2	4.68%	9.68%	5.44%	NA	NA	NA
Burkina Faso	Africa	B2	4.68%	9.68%	5.44%	NA	NA	NA
Burkina Faso	Asia	B2	4.68%	9.68%	5.44%	NA	NA	NA
Burkina Faso	Africa	B2	4.68%	9.68%	5.44%	NA	NA	NA
Burkina Faso	Asia	B2	4.68%	9.68%	5.44%	NA	NA	NA
Burkina Faso	Africa	B2	4.68%	9.68%	5.44%	NA	NA	NA
Burkina Faso	Asia	B2	4.68%	9.68%	5.44%	NA	NA	NA
Burkina Faso	Africa	B2	4.68%	9.68%	5.44%	NA	NA	NA
Burkina Faso	Asia	B2	4.68%	9.68%	5.44%	NA	NA	NA
Burkina Faso	Africa	B2	4.68%	9.68%	5.44%	NA	NA	NA
Burkina Faso	Asia	B2	4.68%	9.68%	5.44%	NA	NA	NA
Burkina Faso	Africa	B2	4.68%	9.68%	5.44%	NA	NA	NA
Burkina Faso	Asia	B2	4.68%	9.68%	5.44%	NA	NA	NA
Burkina Faso	Africa	B2	4.68%	9.68%	5.44%	NA	NA	NA
Burkina Faso	Asia	B2	4.68%	9.68%	5.44%	NA	NA	NA
Burkina Faso	Africa	B2	4.68%	9.68%	5.44%	NA	NA	NA
Burkina Faso	Asia	B2	4.68%	9.68%	5.44%	NA	NA	NA
Burkina Faso	Africa	B2	4.68%	9.68%	5.44%	NA	NA	NA
Burkina Faso	Asia	B2	4.68%	9.68%	5.44%	NA	NA	NA
Burkina Faso	Africa	B2	4.68%	9.68%	5.44%	NA	NA	NA
Burkina Faso	Asia	B2	4.68%	9.68%	5.44%	NA	NA	NA
Burkina Faso	Africa	B2	4.68%	9.68%	5.44%	NA	NA	NA
Burkina Faso	Asia	B2	4.68%	9.68%	5.44%	NA	NA	NA
Burkina Faso	Africa	B2	4.68%	9.68%	5.44%	NA	NA	NA
Burkina Faso	Asia	B2	4.68%	9.68%	5.44%	NA	NA	NA
Burkina Faso	Africa	B2	4.68%	9.68%	5.44%	NA	NA	NA
Burkina Faso	Asia	B2	4.68%	9.68%	5.44%	NA	NA	NA
Burkina Faso	Africa	B2	4.68%	9.68%	5.44%	NA	NA	NA
Burkina Faso	Asia	B2	4.68%	9.68%	5.44%	NA	NA	NA
Burkina Faso	Africa	B2	4.68%	9.68%	5.44%	NA	NA	NA
Burkina Faso	Asia	B2	4.68%	9.68%	5.44%	NA	NA	NA
Burkina Faso	Africa	B2	4.68%	9.68%	5.44%	NA	NA	NA
Burkina Faso	Asia	B2	4.68%	9.68%	5.44%	NA	NA	NA
Burkina Faso	Africa	B2	4.68%	9.68%	5.44%	NA	NA	NA
Burkina Faso	Asia	B2	4.68%	9.68%	5.44%	NA	NA	NA
Burkina Faso	Africa	B2	4.68%	9.68%	5.44%	NA	NA	NA
Burkina Faso	Asia	B2	4.68%	9.68%	5.44%	NA	NA	NA
Burkina Faso	Africa	B2	4.68%	9.68%	5.44%	NA	NA	NA
Burkina Faso	Asia	B2	4.68%	9.68%	5.44%	NA	NA	NA
Burkina Faso	Africa	B2	4.68%	9.68%	5.44%	NA	NA	NA
Burkina Faso	Asia	B2	4.68%	9.68%	5.44%	NA	NA	NA
Burkina Faso	Africa	B2	4.68%	9.68%	5.44%	NA	NA	NA
Burkina Faso	Asia	B2	4.68%	9.68%	5.44%	NA	NA	NA
Burkina Faso	Africa	B2	4.68%	9.68%	5.44%	NA	NA	NA
Burkina Faso	Asia	B2	4.68%	9.68%	5.44%	NA	NA	NA
Burkina Faso	Africa	B2	4.68%	9.68%	5.44%	NA	NA	NA
Burkina Faso	Asia	B2	4.68%	9.68%	5.44%	NA	NA	NA
Burkina Faso	Africa	B2	4.68%	9.68%	5.44%	NA	NA	NA
Burkina Faso	Asia	B2	4.68%	9.68%	5.44%	NA	NA	NA
Burkina Faso	Africa	B2	4.68%	9.68%	5.44%	NA	NA	NA
Burkina Faso	Asia	B2	4.68%	9.68%	5.44%	NA	NA	NA
Burkina Faso	Africa	B2	4.68%	9.68%	5.44%	NA	NA	NA
Burkina Faso	Asia	B2	4.68%	9.68%	5.44%	NA	NA	NA
Burkina Faso	Africa	B2	4.68%	9.68%	5.44%	NA	NA	NA
Burkina Faso	Asia	B2	4.68%	9.68%	5.44%	NA	NA	NA
Burkina Faso	Africa	B2	4.68%	9.68%	5.44%	NA	NA	NA
Burkina Faso	Asia	B2	4.68%	9.68%	5.44%	NA	NA	NA
Burkina Faso	Africa	B2	4.68%	9.68%	5.44%	NA	NA	NA
Burkina Faso	Asia	B2	4.68%	9.68%	5.44%	NA	NA	NA
Burkina Faso	Africa	B2	4.68%	9.68%	5.44%	NA	NA	NA
Burkina Faso	Asia	B2	4.68%	9.68%	5.44%	NA	NA	NA
Burkina Faso	Africa	B2	4.68%	9.68%	5.44%	NA	NA	NA
Burkina Faso	Asia	B2	4.68%	9.68%	5.44%	NA	NA	NA
Burkina Faso	Africa	B2	4.68%	9				



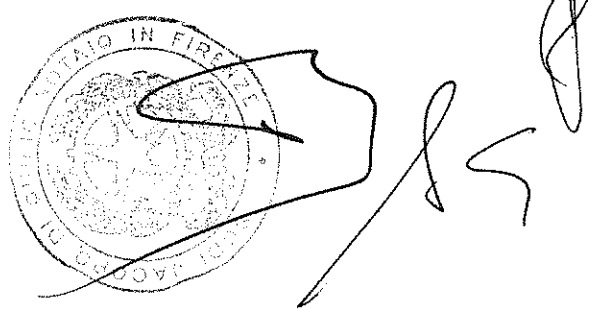
Fiji	Asia	B1	3.83%	5.69%	4.43%	NA	NA	NA	NA
Finland	Western Europe	Aa1	0.34%	4.63%	0.39%	0.01%	4.23%	NA	0.01%
France	Western Europe	Aa2	0.42%	4.73%	0.49%	0.13%	4.41%	4.41%	0.17%
Gabon	Africa	Caa1	6.38%	11.65%	7.41%	NA	NA	NA	NA
Georgia	Eastern Europe & Russia	Ba2	2.66%	7.21%	2.97%	NA	NA	NA	NA
Germany	Western Europe	Aaa	0.00%	4.34%	0.00%	0.00%	4.24%	4.24%	0.00%
Ghana	Africa	B3	5.33%	10.97%	6.43%	NA	NA	NA	NA
Greece	Western Europe	Ba3	3.06%	7.80%	3.56%	1.50%	5.98%	5.98%	1.74%
Guatemala	Central and South America	Ba1	2.13%	6.71%	2.47%	NA	NA	NA	NA
Guernsey (States of)	Western Europe	Aa3	0.31%	4.84%	0.60%	NA	NA	NA	NA
Honduras	Central and South America	B1	3.83%	8.69%	4.43%	NA	NA	NA	NA
Hong Kong	Asia	Aa3	0.31%	4.84%	0.60%	0.22%	4.30%	4.32%	0.26%
Hungary	Eastern Europe & Russia	Ba2	1.62%	6.12%	1.88%	0.56%	4.87%	4.87%	0.63%
Iceland	Western Europe	A2	0.22%	5.08%	0.84%	0.54%	4.67%	4.67%	0.63%
India	Asia	Ba3	1.87%	6.42%	2.18%	1.23%	3.69%	3.69%	1.43%
Indonesia	Asia	Ba2	1.62%	6.12%	1.88%	0.88%	4.33%	4.33%	0.93%
Ireland	Middle East	Caa1	6.38%	11.65%	7.41%	3.44%	10.56%	10.56%	6.33%
Israel	Western Europe	A2	0.22%	5.08%	0.84%	0.08%	4.33%	4.33%	0.93%
Isle of Man	Western Europe	Aa3	0.31%	4.84%	0.60%	NA	NA	NA	NA
Italy	Middle East	A1	0.60%	4.94%	0.70%	0.33%	4.86%	4.86%	0.62%
Italy	Western Europe	Ba3	1.87%	6.42%	2.18%	1.22%	5.66%	5.66%	1.42%
Japan	Asia	B2	4.68%	9.68%	5.44%	NA	NA	NA	NA
Jersey (States of)	Western Europe	Aa1	0.00%	4.94%	0.70%	0.14%	4.40%	4.40%	0.16%
Jordan	Western Europe	Aa3	0.00%	4.24%	0.00%	NA	NA	NA	NA
Kazakhstan	Middle East	B1	3.83%	8.69%	4.43%	NA	NA	NA	NA
Kenya	Africa	Ba2	1.62%	6.12%	1.88%	0.80%	5.17%	5.17%	0.93%
Korea	Asia	B2	4.68%	9.68%	5.44%	4.25%	9.18%	9.18%	4.94%
Kuwait	Asia	Aa2	0.42%	4.73%	0.49%	0.16%	4.43%	4.43%	0.19%
Kuwait	Middle East	A1	0.60%	4.94%	0.70%	0.57%	5.02%	5.02%	0.28%
Kyrgyzstan	Eastern Europe & Russia	B2	4.68%	9.68%	5.44%	NA	NA	NA	NA
Laos	Asia	Caa2	7.66%	13.14%	8.90%	NA	NA	NA	NA
Latvia	Eastern Europe & Russia	A3	1.07%	5.43%	1.19%	0.55%	4.88%	4.88%	0.64%
Lebanon	Middle East	C	17.50%	24.58%	20.34%	NA	NA	NA	NA
Liechtenstein	Western Europe	Aaa	0.00%	4.24%	0.00%	NA	NA	NA	NA
Lithuania	Eastern Europe & Russia	A2	0.22%	5.08%	0.84%	0.60%	4.94%	4.94%	0.70%
Luxembourg	Western Europe	Aa3	0.00%	4.24%	0.00%	NA	NA	NA	NA
Malaysia	Asia	Ba3	3.06%	7.80%	3.56%	NA	NA	NA	NA
Malaysia	Eastern Europe & Russia	A3	1.02%	5.43%	1.19%	0.62%	4.96%	4.96%	0.73%
Maldives	Asia	Caa1	6.38%	11.65%	7.41%	NA	NA	NA	NA
Mali	Africa	A2	0.22%	5.08%	0.84%	NA	NA	NA	NA
Mali	Western Europe	A2	0.22%	5.08%	0.84%	NA	NA	NA	NA
Mauritius	Africa	Ba2	1.62%	6.12%	1.88%	NA	NA	NA	NA
Mexico	Central and South America	Ba2	1.62%	6.12%	1.88%	NA	NA	NA	NA
Moldova	Eastern Europe & Russia	B3	5.33%	10.67%	6.43%	1.30%	5.86%	5.86%	1.62%
Montenegro	Asia	B3	5.33%	10.67%	6.43%	NA	NA	NA	NA
Montenegro	Eastern Europe & Russia	B1	3.83%	8.69%	4.43%	NA	NA	NA	NA
Montserrat	Caribbean	Ba3	1.87%	6.42%	2.18%	NA	NA	NA	NA
Morocco	Africa	Ba1	2.13%	6.71%	2.47%	1.13%	5.53%	5.53%	1.31%
Mozambique	Africa	Caa2	7.66%	13.14%	8.90%	NA	NA	NA	NA
Namibia	Africa	Ba3	3.06%	7.80%	3.56%	NA	NA	NA	NA
Netherlands	Western Europe	Aaa	0.00%	4.24%	0.00%	0.00%	4.24%	4.24%	0.00%
New Zealand	Australia & New Zealand	Aa1	0.00%	4.24%	0.00%	0.00%	4.24%	4.24%	0.00%
Nicaragua	Central and South America	B3	5.33%	10.67%	6.43%	4.17%	9.09%	9.09%	4.83%
Niger	Africa	B3	5.33%	10.67%	6.43%	NA	NA	NA	NA
Nigeria	Africa	B2	4.68%	9.68%	5.44%	5.34%	10.45%	10.45%	6.21%
Norway	Western Europe	Aaa	0.00%	4.24%	0.00%	0.00%	4.24%	4.24%	0.00%

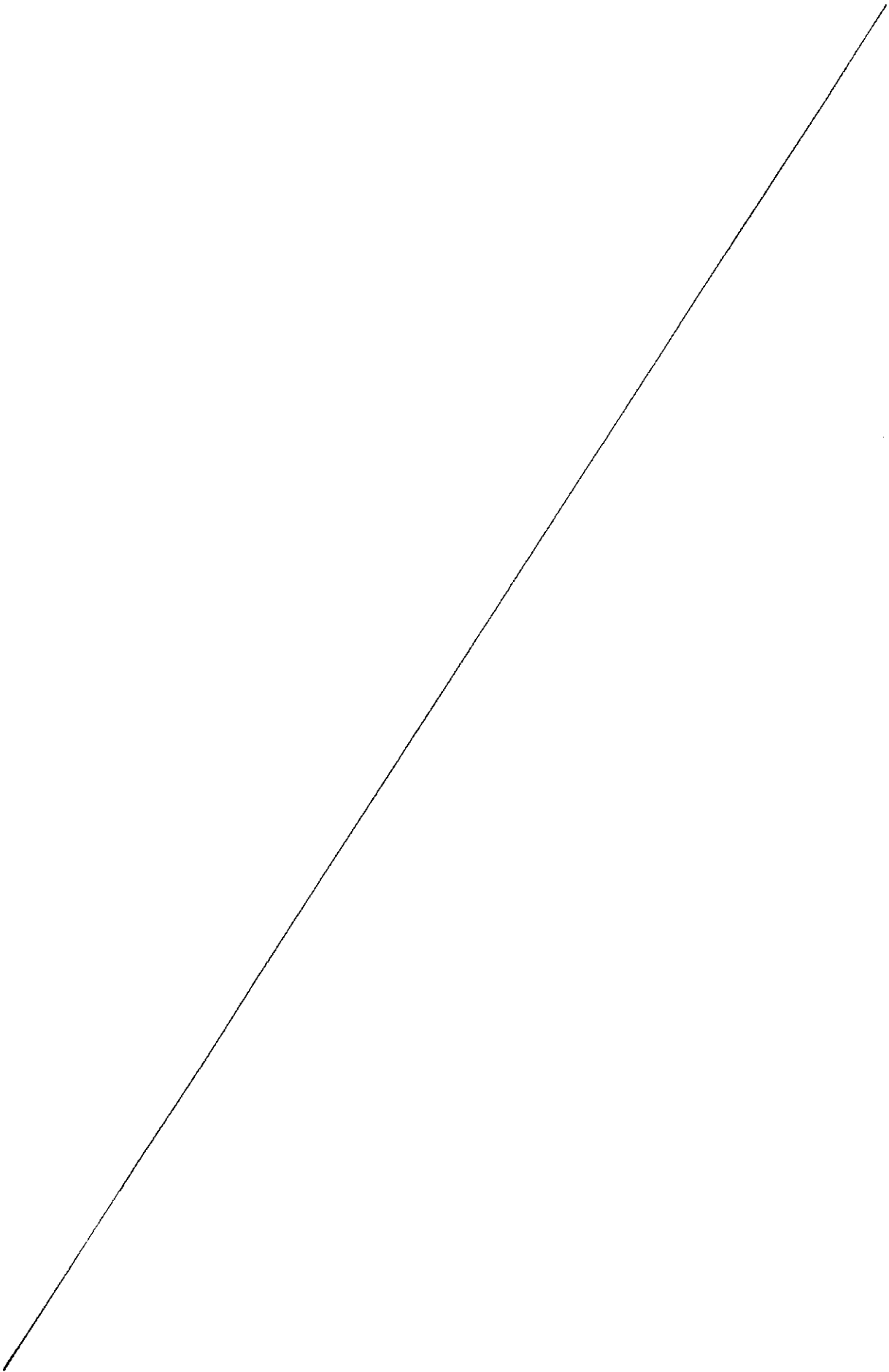


Handwritten signature and initials over the stamp.



Oman	Middle East	Ba3	3.06%	7.80%	3.56%	3.00%	7.73%	3.49%
Pakistan	Asia	B3	5.53%	10.67%	6.43%	3.48%	8.39%	4.04%
Panama	Central and South America	Ba2	1.62%	6.12%	1.83%	1.07%	3.48%	1.24%
Papua New Guinea	Asia	B2	4.68%	9.68%	5.49%	NA	NA	NA
Paraguay	Central and South America	Ba1	2.13%	6.71%	2.47%	NA	NA	NA
Peru	Central and South America	Ba2	1.36%	5.82%	1.58%	1.13%	1.30%	0.83%
Philippines	Asia	Ba2	1.62%	6.12%	1.83%	0.73%	5.09%	0.83%
Poland	Eastern Europe & Russia	A2	0.72%	5.08%	0.84%	0.49%	4.81%	0.57%
Portugal	Western Europe	Ba2	1.62%	6.12%	1.83%	0.37%	4.88%	0.43%
Qatar	Middle East	Aa3	0.31%	4.84%	0.60%	0.55%	4.88%	0.64%
Rus AI Khaimah (Emirate of)	Middle East	A3	1.02%	5.43%	1.19%	NA	NA	NA
Romania	Eastern Europe & Russia	Ba3	1.87%	6.42%	2.18%	1.05%	3.46%	1.2%
Russia	Eastern Europe & Russia	Ba3	1.87%	6.42%	2.18%	1.05%	3.46%	1.2%
Rwanda	Africa	B2	4.68%	9.68%	5.44%	3.17%	6.00%	1.76%
Saudi Arabia	Middle East	A1	0.60%	4.94%	0.70%	0.69%	5.64%	3.68%
Senegal	Africa	Ba3	3.06%	7.80%	3.56%	2.47%	7.11%	2.87%
Senegal	Africa	Ba2	3.06%	7.80%	3.56%	1.18%	5.61%	1.37%
Singapore	Asia	Aa	0.00%	4.24%	0.00%	NA	NA	NA
Slovakia	Eastern Europe & Russia	A2	0.72%	5.08%	0.84%	0.44%	4.75%	0.51%
Slovenia	Eastern Europe & Russia	A3	1.02%	5.43%	1.19%	0.68%	3.03%	0.79%
Solomon Islands	Asia	Ba2	6.38%	11.65%	7.41%	NA	7.13%	3.09%
South Africa	Africa	Ba2	2.56%	7.21%	2.97%	2.66%	4.72%	0.8%
Spain	Western Europe	Ba1	1.36%	5.82%	1.58%	0.41%	4.72%	0.48%
St. Lanka	Caribbean	Ba2	2.56%	7.21%	2.97%	NA	NA	NA
St. Martin	Caribbean	Ba2	2.56%	7.21%	2.97%	19.50%	26.00%	22.66%
St. Vincent & the Grenadines	Caribbean and South America	B3	5.53%	10.67%	6.43%	NA	NA	NA
Sri Lanka	Africa	B3	8.51%	14.13%	9.89%	NA	NA	NA
Swaziland	Africa	B3	5.53%	10.67%	6.43%	NA	NA	NA
Sweden	Western Europe	Aa	0.00%	4.24%	0.00%	0.00%	4.24%	0.00%
Switzerland	Western Europe	Aa	0.00%	4.24%	0.00%	0.00%	4.24%	0.00%
Taiwan	Asia	Aa3	0.31%	4.84%	0.60%	0.00%	4.24%	0.00%
Tajikistan	Eastern Europe & Russia	B3	5.53%	10.67%	6.43%	NA	NA	NA
Tanzania	Africa	B2	4.68%	9.68%	5.44%	NA	NA	NA
Thailand	Asia	Ba1	1.36%	5.82%	1.58%	0.13%	4.62%	0.38%
Togo	Africa	B3	5.53%	10.67%	6.43%	NA	NA	NA
Trinidad and Tobago	Caribbean	Ba2	2.56%	7.21%	2.97%	NA	NA	NA
Turkey	Western Europe	Ba1	6.38%	11.65%	7.41%	8.63%	14.27%	10.03%
Turks and Caicos Islands	Caribbean	Ba1	4.68%	9.68%	5.44%	5.12%	10.42%	6.18%
Uganda	Africa	B2	4.68%	9.68%	5.44%	NA	NA	NA
Ukraine	Eastern Europe & Russia	B3	5.53%	10.67%	6.43%	5.98%	11.19%	6.05%
United Arab Emirates	Middle East	Aa2	0.42%	4.73%	0.49%	NA	NA	NA
United Kingdom	Western Europe	Aa3	0.51%	4.84%	0.60%	0.00%	4.34%	0.00%
United States	North America	Aa	0.00%	4.24%	0.00%	0.00%	4.24%	0.00%
Uruguay	Central and South America	Ba2	1.62%	6.12%	1.83%	1.27%	5.72%	1.48%
Uzbekistan	Eastern Europe & Russia	B1	3.33%	8.69%	4.45%	NA	NA	NA
Venezuela	Central and South America	C	17.50%	24.58%	20.34%	NA	NA	NA
Vietnam	Asia	Ba3	3.06%	7.80%	3.56%	1.37%	5.83%	1.59%
Zambia	Africa	Ca	10.21%	16.11%	11.87%	NA	NA	NA





Repertorio n. 15.968

VERBALE DI ASSEVERAZIONE DI PERIZIA

REPUBBLICA ITALIANA

L'anno duemilaventidue il giorno tre del mese di agosto

(3 agosto 2022)

In Firenze, Via delle Mantellate n. 9, nel mio studio, piano primo.

Davanti a me dottor Jacopo Sodi, Notaio in Firenze, iscritto al Collegio Notarile dei Distretti Riuniti di Firenze, Pistoia e Prato,

sono comparsi

- **Conti Iacopo**, nato a Firenze il giorno 3 novembre 1974, ivi residente in Via Bonifacio Lupi n. 20, codice fiscale CNT CPI 74S03 D612F;

- **Caciagli Lucia**, nata a Firenze il giorno 27 giugno 1958, residente in Sesto Fiorentino (FI), Via del Masseto n. 121, codice fiscale CCG LCU 58H67 D612N; della identità personale dei quali io Notaio sono certo, i quali mi hanno presentato la perizia che precede, chiedendo di asseverarla con giuramento.

Aderendo alla richiesta fattami io Notaio ammonisco ai sensi di legge i componenti, i quali prestano quindi il giuramento di rito ripetendo la formula:

"Giuro di avere bene e fedelmente provveduto alle operazioni a me affidate e di non avere avuto altro scopo che quello di far conoscere la verità".

Richiesto io Notaio ho ricevuto questo atto che, scritto con mezzo elettronico da persona di mia fiducia e parte da me a mano su due pagine sin qui di un foglio di carta uso bollo, è stato da me letto ai componenti che, a mia richiesta, hanno dichiarato di approvarlo e lo sottoscrive.

F.to Lucia Caciagli

F.to Iacopo Conti

F.to Jacopo Sodi Notaio

ESTREMI DI REGISTRAZIONE

Registrato a FIRENZE il giorno 04 agosto 2022 al n. 35074 serie 1T, Euro 200,00.