

Dott. Iacopo Conti



 bakertilly

Relazione giurata di stima ai sensi dell'art. 2343 c.c.  
per il conferimento n. 1.150.321 azioni rappresentative  
del 3,9% del capitale sociale di **Publicacqua S.p.A.**

in

**ALIA SERVIZI AMBIENTALI S.p.A.**

Soggetto conferente:

**COMUNE DI PISTOIA**

A circular official seal of the Ordine dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili di Firenze is stamped over a handwritten signature. To the right of the seal is a small, vertical, leaf-like scribble. Below the seal is a long, thin, handwritten line.

<b>Premessa</b> .....	<b>1</b>
<b>1. Oggetto dell'incarico</b> .....	<b>1</b>
<b>2. Profilo della Società Publiacqua S.p.A.</b> .....	<b>3</b>
<b>3. Documentazione esaminata</b> .....	<b>6</b>
<b>4. Evoluzione Tariffaria, Quadro Normativo e Regolatorio</b> .....	<b>8</b>
4.1 Sistema Tariffario.....	8
4.2 Evoluzione del contesto normativo e regolatorio .....	8
4.3 Rapporti con Autorità Idrica Toscana.....	10
4.3.1 Le prospettive future.....	10
<b>5. Il Caso di specie e i Principi Italiani di Valutazione</b> .....	<b>11</b>
5.1 Premessa .....	11
5.2 Natura e fonti delle informazioni.....	15
5.3 Informazione storica, corrente, prospettica.....	15
<b>6. Metodologie di valutazione</b> .....	<b>17</b>
<b>7. Scelta dei criteri di valutazione</b> .....	<b>19</b>
<b>8. Valutazione con il metodo finanziario</b> .....	<b>23</b>
8.1 Unlevered DCF .....	23
8.1.1 Il tasso di attualizzazione .....	26
8.1.2 Costo del debito ( $K_d$ ).....	26
8.1.3 Il costo del capitale proprio ( $K_e$ ).....	26
8.1.4 Il Beta ( $\beta$ ).....	27
8.1.5 Il premio per il rischio .....	30
8.2 Proiezioni economico-finanziarie nell'orizzonte previsionale .....	31
8.2.1 Conto Economico previsionale.....	33
8.2.2 Stato Patrimoniale previsionale .....	33
8.2.3 Rendiconto Finanziario previsionale .....	34
8.2.4 Stima dei flussi di cassa attesi nel periodo di proiezione esplicita .....	35
8.3 Applicazione analitica del Metodo Finanziario .....	37
8.3.1 Valore economico del capitale della Società Publiacqua: _Scenario 2025.....	41
8.3.2 Valore economico del capitale della Società Publiacqua: _Scenario 2031.....	43
<b>9. Valutazione con il metodo di controllo</b> .....	<b>44</b>
9.1 Metodo della stima autonoma dell'avviamento, considerazioni generali .....	44
9.2 Applicazione analitica.....	45
<b>10. Assunzioni base nel processo valutativo e condizioni limitative</b> .....	<b>48</b>
<b>11. Le risultanze dei metodi di valutazione adottati</b> .....	<b>50</b>
<b>12. Conclusioni</b> .....	<b>50</b>

## 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 dei conferimenti di beni in natura o crediti nell'ambito del conferimento da parte del Comune di Pistoia del 3,9% del capitale sociale di Publiacqua S.p.A. in Alia servizi ambientali S.p.A. (di seguito, 1<sup>a</sup> "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 Publiacqua S.p.A., quantificato sulla base della documentazione messa a disposizione dalla Società. È scopo della stima fornire una valutazione aggiornata alla data del 30/6/2022 e puntuale circa il valore prudenziale attribuibile al 100% del patrimonio sociale di Publiacqua S.p.A. e del conseguente valore attribuibile al 3,9% del capitale sociale di Publiacqua S.p.A. detenuto dal Comune di Pistoia 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:

- 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;
- l'indicazione dei criteri di valutazione seguiti;
- 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.;
- l'accertamento che non abbiano luogo operazioni che possano determinare “annacquamento” del capitale sociale della società conferitaria.

Si precisa che l'operazione di conferimento 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, 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”):
  - (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, il nostro incarico, si è finalizzato nella redazione ai sensi dell'art. 2343 c.c. circa il conferimento beni in natura o crediti di cui all'operazione menzionata al precedente punto b (ii).

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

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 Publiacqua 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 (**all.3**), sulla base di proiezioni economico-patrimoniali rinvenienti da un business plan elaborato dal management della Società (**all.4**).

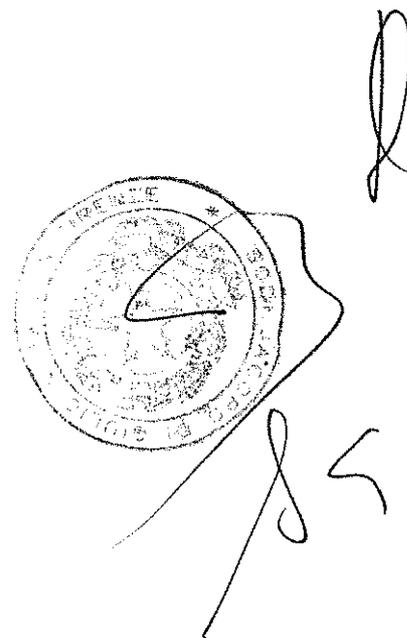
La presente relazione è valida solo in relazione ai dati ottenuti e non potrà essere utilizzata per motivi diversi ed in contesti diversi da quelli indicati allo scopo.

## 2. Profilo della Società Publiacqua S.p.A.

La società Publiacqua S.p.A. ha sede legale in Via Villamagna 90/c – a Firenze (Fi) iscritta al Registro imprese di Firenze C.F. e P.I. 05040110487 R.E.A. FI- 514782 con un capitale sociale interamente versato di euro 150.280.056,72 così ripartito:

Soci	Capitale sociale	%
Acqua Toscana Spa	79.901.320	53,17%
Acque Blu Fiorentine	60.112.024	40,00%
Comune di Pistoia	5.935.656	3,95%
Comune di San Giovanni Valdarno	1.299.948	0,87%
Comune di Serravalle Pistoiese	677.859	0,45%
Publiservizi Spa	650.160	0,43%
Comune di Cavriglia	570.634	0,38%
Comune di Loro Ciuffenna	379.915	0,25%
Comune di Montevarchi	91.069	0,06%
Comune di Agliana	91.069	0,06%
Comune di Calenzano	91.069	0,06%
Comune di Cantagallo	91.069	0,06%
Comune di Carmignano	91.069	0,06%
Comune di Sesto Fiorentino	91.069	0,06%
Comune di Vaglia	91.069	0,06%
Comune di Vaiano	91.069	0,06%
Comune di Montemurlo	23.989	0,02%
<b>Totale</b>	<b>150.280.057</b>	<b>100,00%</b>

Si riportano di seguito gli Organi Sociali in essere al 31.12.2021:



Consiglio di Amministrazione	
Lorenzo Perra	Presidente
Simone Barni	Vice Presidente
Paolo Tolmino Saccani	Amministratore Delegato
Eva Carrai	Consigliere
Riccardo Pieroni	Consigliere
Francesca Menabuoni	Consigliere
Fabio Trolese	Consigliere
Chiara Masini	Consigliere

Collegio Sindacale	
Michele Marallo	Presidente
Alberto Pecori	Sindaco effettivo
Alessia Bastiani	Sindaco effettivo
Giuliana Partilora	Sindaco supplente
Antonio Nicosia	Sindaco supplente

La Società di Revisione è KPMG S.p.A., nominata dall'Assemblea dei soci in data 28/03/2019.

Di seguito si riportano alcuni highlights economici e patrimoniali della Società dei dati relativi ai bilanci chiusi al 31 dicembre 2021 ed al 31 dicembre 2022:

Conto Economico riclassificato 2021-2020	31/12/2021	31/12/2020
Ricavi di Vendita	262.498	261.559
Incremento Immobilizzazioni Lavori Interni	10.544	9.555
<b>PRODOTTO DI ESERCIZIO</b>	<b>273.042</b>	<b>271.114</b>
Consumo di materie	24.528	26.896
<b>Margine Industriale Lordo</b>	<b>248.513</b>	<b>244.218</b>
Costi operativi	87.665	82.321
Valore aggiunto	160.849	161.897
Costo Personale	32.515	32.255
<b>COSTI DI ESERCIZIO</b>	<b>144.708</b>	<b>141.472</b>
<b>MOL (EBITDA)</b>	<b>128.334</b>	<b>129.642</b>
Ammortamenti	107.131	91.530
Accantonamenti	836	1.291
Svalutazione crediti	2.299	4.143
<b>Reddito Operativo</b>	<b>18.068</b>	<b>32.678</b>
+/- Saldo Gestione Finanziaria	2.647	2.119
Utile ante imposte	20.715	34.797
Imposte	5.325	9.369
<b>Utile/Perdita esercizio</b>	<b>15.389</b>	<b>25.427</b>

Stato Patrimoniale riclassificato 2020-2021	31/12/2021	31/12/2020
Cassa e Banche	36.416	22.584
Crediti commerciali	102.543	96.772
Giacenze di Magazzino	940	998
Ratei e Risconti Attivi	1.104	654
Altre attività a breve	12.104	12.265

<b>Totale attività a breve</b>	<b>153.107</b>	<b>133.274</b>
Immobilizzazioni materiali	164.226	164.505
Immobilizzazioni immateriali	346.176	336.784
Partecipazioni e titoli	619	619
Altre attività fisse	65.488	56.877
<b>Totale immobilizzazioni</b>	<b>576.508</b>	<b>558.785</b>
Banche a breve	55.984	19.500
Fornitori	61.448	60.622
Altri debiti	47.553	39.826
Debiti per imposte	1.918	1.584
<b>Totale passività a breve</b>	<b>166.903</b>	<b>121.532</b>
Banche a Medio/Lungo	171.241	178.092
Altre passività pluriennali	92.968	91.454
Fondi per Rischi ed Oneri	11.695	12.711
Fondo TFR	4.934	5.165
<b>Totale passività a ML termine</b>	<b>280.838</b>	<b>287.422</b>
Capitale Sociale	150.280	150.280
Riserve	116.205	107.399
Utile Netto	15.389	25.427
<b>Totale Patrimonio Netto</b>	<b>281.874</b>	<b>283.106</b>

Posizione finanziaria netta	31/12/2021	31/12/2020
Cassa e Banche	36.416	22.584
Banche a Breve	- 55.984	- 19.500
Banche a Medio/Lungo	- 171.241	- 178.192
<b>Posizione finanziaria netta</b>	<b>- 190.809</b>	<b>- 175.108</b>

Publiacqua S.p.A. è la società affidataria, dal 1° gennaio 2002, della gestione del servizio idrico integrato dall'Ambito Territoriale Ottimale n.3 Medio Valdarno, che interessa quattro province: Firenze Prato, Pistoia e Arezzo.

Publiacqua S.p.A. è stata costituita nel 2000 per iniziativa dei Comuni in cui la Società esercita la propria attività. Dal 1° gennaio 2002 è affidataria della gestione del servizio idrico integrato dell'ATO n. 3 Medio Valdarno (oggi Autorità Idrica Toscana), andando a costituire una delle prime attuazioni della legislazione nazionale (L. 36/94 in seguito integrata nel D. Lgs.152/06) e regionale (L.R. 81/95) nel settore idrico.

Nel 2006, a conclusione di una gara ad evidenza pubblica, è stato individuato un partner, Acque Blu Fiorentine S.p.A. composto da una serie di aziende pubbliche e private fra le quali Acea S.p.A., Suez Environnement S.A., MPS S.p.A. che si è aggiudicato il 40% del capitale sociale. Nel 2014 banca MPS ha manifestato l'intenzione di uscire dal raggruppamento e le sue quote sono state acquisite da Acea e Suez in proporzione alle azioni possedute. Ad oggi quindi ACEA detiene il 75% delle azioni di Acque Blu Fiorentine, mentre Suez è poco al di sotto del 25%.

Publiacqua si occupa della captazione, del trattamento, del convogliamento e della distribuzione di acqua potabile sia su acque di falda che su acque superficiali. L'azienda

gestisce un sistema impiantistico complesso ed articolato. In tutto il territorio gestito, oltre alla distribuzione di acqua potabile, la Società cura il collettamento delle acque reflue e la loro depurazione.

Il Regolamento del servizio idrico integrato applicato da Publiacqua recepisce le direttive contenute nelle delibere dell'Autorità per l'Energia Elettrica Gas e del Sistema Idrico Integrato e dell'Autorità Idrica Toscana. Il Regolamento è soggetto a revisione triennale, salvo modifiche necessarie all'adeguamento alla normativa emanata dall'ARERA (Autorità di Regolazione per Energia Reti e Ambiente). Con riferimento alla normativa europea di riorganizzazione del settore idrico e dei servizi di pubblica utilità, la legislazione ha tracciato le linee guida di una profonda riforma del settore idrico che:

- prevede una separazione formale tra i soggetti titolari del servizio, cioè i comuni, ed il soggetto gestore, cioè l'impresa che svolge il servizio;
- definisce l'obiettivo di garantire livelli di quantità e qualità equi e solidali per tutti gli abitanti, che debba esservi un unico soggetto gestore del servizio idrico integrato;
- risponde all'esigenza di superare la preesistente frammentazione di gestioni e di uscire dai confini della municipalità, dando vita a soggetti industriali con dimensioni territoriali sufficientemente ampie, in grado di realizzare significative economie di scala, innovazione tecnologica e modalità di gestione tali da realizzare un'efficiente gestione del servizio idrico integrato e di attuare il piano di investimenti, contenendo l'incidenza dei costi sulla tariffa che i cittadini sono chiamati a pagare;
- determina che, sia gli investimenti necessari per l'adeguamento e lo sviluppo complessivo del sistema idrico integrato che i costi d'esercizio del servizio, siano interamente coperti dal meccanismo tariffario. L'ex Autorità di Ambito n.3 Medio Valdarno, oggi Autorità Idrica Toscana, ha affidato a Publiacqua il compito di riorganizzare il sistema idrico portando a sintesi le esperienze ed i risultati raggiunti dalle precedenti gestioni, attuando il piano di investimenti necessari, così da poter conseguire una gestione ottimale della risorsa e del servizio nell'intera area metropolitana (Firenze – Prato – Pistoia - Valdarno superiore - Mugello - Val di Sieve – Chianti fiorentino).

Publiacqua gestisce il servizio idrico di 46 Comuni per una superficie di 3.386 Km<sup>2</sup> e 1.304.000 abitanti. Il servizio si articola in 6.817 Km di rete idrica 3.715 Km di rete fognaria, 397.825 utenze idriche, 125 Depuratori, 94 Impianti di potabilizzazione, 1 Laboratorio di analisi per il controllo della qualità e 615 Addetti.

### **3. Documentazione esaminata**

Per la valutazione è stata esaminata la seguente documentazione:

A. Notizie storiche della Società e documentazione contrattuale:

- Visura CCIAA;
- Situazione infrannuale economico-patrimoniale al 30 giugno 2022 approvata dal CdA in data 21 luglio 2022 **(all.3)**;
- relazione sulla gestione al 30 giugno 2022 **(all.3)**;
- presentazione al C.d.A. del 21 luglio 2022 **(all.3)**;
- bilancio 2021 e nota integrativa;
- relazione sulla gestione 2021;
- relazione del collegio Sindacale al bilancio 2021, emessa il 14 aprile 2022;
- relazione della società di revisione KPMG S.p.A. 2021, emessa il 14 aprile 2022;
- bilancio 2020 e nota integrativa;
- relazione sulla gestione 2020;
- relazione del collegio Sindacale al bilancio 2020, emessa il 14 aprile 2021;
- relazione della società di revisione KPMG S.p.A. 2020, emessa il 13 aprile 2021;
- bilancio 2019 e nota integrativa;
- relazione sulla gestione 2019;
- relazione del collegio Sindacale al bilancio 2019, emessa il 9 giugno 2020;
- relazione della società di revisione KPMG S.p.A. 2019, emessa il 5 giugno 2020;

B) piani ed analisi di mercato:

- Business Plan con prospetto previsionale, di conto economico, stato patrimoniale e rendiconto finanziario ed i relativi allegati ed appendici **(all.4)**;

C) Documentazione inerente la fusione:

- Progetto di fusione;
- Relazioni degli Amministratori;
- Documento di valutazione redatto da MedioBanca Credito Finanziario e Gruppo ISP;
- 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 sopraccitati, 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. Evoluzione Tariffaria, Quadro Normativo e Regolatorio**

### **4.1 Sistema Tariffario**

L'AIT (Autorità Idrica Toscana) in data 26 giugno 2020 ha approvato le tariffe per il terzo periodo regolatorio (2020-2023) e ha prontamente inviato la proposta tariffaria all'ARERA. Sostanzialmente il Piano Economico Finanziario (PEF) regolatorio evidenzia un andamento tariffario, e di conseguenza un Valore dei Ricavi Garantiti (VRG), costante nel tempo con il solo riconoscimento dell'inflazione annua. In data 16 febbraio 2021 l'ARERA con Delibera n. 59/2021/R/IDR ha approvato lo specifico schema regolatorio recante le predisposizioni tariffarie per il periodo 2020-2023 ai sensi della Deliberazione dell'Autorità 27 dicembre 2019, 580/2019/R/IDR (e il relativo Allegato A, recante "Metodo tariffario idrico 2020-2023 MTI-3).

In data 31 marzo 2021, successivamente alla delibera ARERA 59/2021, è stata firmata con l'AIT la convenzione che sancisce l'allungamento della concessione al 31 dicembre 2024.

### **4.2 Evoluzione del contesto normativo e regolatorio**

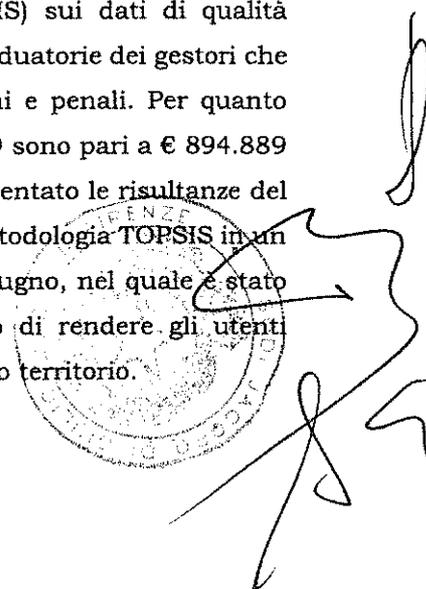
Oltre all'attività di approvazione delle tariffe relative al metodo MTI-3, ARERA ha approvato le seguenti deliberazioni nel corso del 2021:

- **Delibera 63/2021/R/com:** l'Autorità ha inteso indicare le modalità applicative per il riconoscimento automatico agli aventi diritto del bonus sociale elettrico, gas ed idrico per disagio economico. Con tale provvedimento ARERA ha modificato il modo di erogare i bonus sociali e previsto una procedura che vede coinvolti vari Enti (ITNPS, Acquirente Unico). Nel corso del 2021, dopo approfondimenti legali e tecnici, l'Azienda ha iniziato l'erogazione del bonus;

- **Determina n.4/2021:** la Direzione Advocacy Consumatori ed Utenti, nel mese di aprile, ha emanato la Determina n.4/2021 per l'iscrizione dell'Organismo conciliativo del servizio idrico toscano nell'elenco degli organismi ADR;
- **Parere 554/2021/I/idr:** l'ARERA ha espresso parere favorevole sullo schema di decreto ministeriale trasmesso dal Ministero delle infrastrutture e della mobilità sostenibile, recante "Investimenti in infrastrutture idriche primarie per la sicurezza dell'approvvigionamento idrico" dell'Investimento 4.1, Missione 2, Componente C4 del Piano Nazionale di Ripresa e Resilienza (PNRR)";
- **Delibera 609/2021/R/idr:** aggiorna la regolazione della misura del Servizio Idrico Integrato, mediante la declinazione di obblighi di tutela per le utenze interessate da problematiche di perdita occulta, il rafforzamento dell'efficacia delle previsioni in ordine alla raccolta dei dati di misura e alle procedure per la telelettura, nonché la promozione di misure atte a consentire ai titolari di unità abitative (sottese a utenze condominiali) di disporre di dati di consumo e di informazioni individuali. Con tale provvedimento ARERA introduce altri indicatori specifici di qualità tecnica associati al macro-indicatore M1 suddividendoli in standard prestazionali e standard di diffusione delle tecnologie innovative;
- **Delibera 610/2021/R/idr:** l'Autorità integra e modifica la delibera 547/2019/R/idr in materia di fatturazione di importi riferiti a consumi risalenti a più di due anni. Tale provvedimento va ad integrare la disciplina sulla prescrizione breve a seguito dei ricorsi presentati dai gestori;
- **Delibera 639/2021/R/idr:** sono approvate le disposizioni aventi ad oggetto la definizione delle regole e delle procedure per l'aggiornamento biennale, previsto dall'articolo 6 della deliberazione 580/2019/R/idr, ai fini della rideterminazione delle tariffe del Servizio Idrico Integrato per le annualità 2022 e 2023.

Nel corso del 2022 l'Autorità ha approvato le seguenti deliberazioni:

- **Delibera 183/2022/R/idr:** L'autorità, a seguito della delibera n. 98/2022/R/idr, nella quale ha approvato la metodologia per le risultanze delle valutazioni previste dal meccanismo incentivante della qualità tecnica, ha emanato una delibera per l'applicazione del meccanismo incentivante (metodo TOPSIS) sui dati di qualità tecnica del biennio 2018-2019. L'ARERA ha pubblicato le graduatorie dei gestori che hanno inviato i dati ed ha conseguentemente erogato premi e penali. Per quanto riguarda Publiacqua i premi ricevuti per gli anni 2018 e 2019 sono pari a € 894.889 e per l'anno 2018 le penali sono € 5.238. ARERA ha poi presentato le risultanze del lavoro svolto per la classificazione dei gestori attraverso la metodologia TOPSIS in un convegno nazionale, che si è tenuto a Milano alla metà di giugno, nel quale è stato presentato uno strumento tecnico il cui obiettivo è quello di rendere gli utenti consapevoli della qualità del servizio idrico erogato nel proprio territorio.



- **Documento di consultazione 184/2022/R/idr:** ARERA ha indicato gli orientamenti su alcuni criteri per l'aggiornamento biennale delle predisposizioni tariffarie. In particolare, è stato recepito il decreto legge del Governo n. 21/2022 sulle misure urgenti per l'aggiornamento tariffario, in special modo la proposta delle misure selettive per il reperimento delle risorse necessarie all'anticipazione delle spese sostenute per l'acquisto di energia elettrica;
- **Delibera 229/2022/R/idr:** ARERA ha recepito le osservazioni di tutti i soggetti coinvolti ed ha emanato la delibera che ha riesaminato alcuni criteri per l'aggiornamento biennale della tariffa, in relazione ai temi di particolare attualità quale i prezzi dell'energia elettrica introducendo la possibilità per gli EGA, in collaborazione con il gestore, di presentare una istanza motivata alla CSEA, informata l'ARERA, per l'attivazione di forme di anticipazione finanziaria connesse al reperimento di risorse per far fronte a parte delle spese sostenute per l'acquisto di energia elettrica;
- **Delibera 231/2022/R/com:** L'Autorità ha voluto aggiornare le modalità di verifica dei dati di qualità contrattuale nei settori regolati (energia elettrica, gas e servizio idrico), definendo un range dimensionale dei campioni oggetto di verifica, una procedura di una prima verifica ed una ulteriore verifica nel caso in cui il gestore richieda un altro controllo.

### **4.3 Rapporti con Autorità Idrica Toscana**

Nel corso del 2021 l'attività che si è svolta con l'Autorità Idrica Toscana (AIT) ha riguardato vari aspetti della regolazione. In particolare, Publiacqua ha inviato ad AIT una relazione dettagliata circa le attività svolte nel 2020 in merito all'applicazione della regolazione sulla morosità (REMSI) ed ha poi contribuito alla fase di validazione dei dati trasmessi. Inoltre, l'Autorità ha avviato un percorso di aggiornamento delle linee guida per la qualità tecnica (RQSII) con tutti i gestori toscani, arrivando alla definizione di nuove linee guida valide per tutta la Toscana. Il 2021 è stato l'anno in cui, con AIT ed Acque Toscane, Publiacqua ha concluso il percorso di subentro nella gestione del Comune di Fiesole, passando dalla gestione di 45 a 46 Comuni dal 1° gennaio 2022. A seguito dell'iscrizione dell'organismo conciliativo del servizio idrico toscano nell'elenco degli Alternative Dispute Resolution (ADR) da parte di ARERA, l'AIT ha avviato dal mese di giugno l'attività di conciliazione come ADR per tutta la Toscana, sostituendo la Commissione Paritetica e la Commissione Regionale.

#### **4.3.1 Le prospettive future**

Il settore idrico è strutturalmente un settore ad elevata intensità di capitale e quindi presenta un consistente e continuo fabbisogno di investimenti. Tale caratteristica risulta ancora più marcata nel nostro Paese per lo storico divario infrastrutturale che caratterizza soprattutto i segmenti di fognatura e depurazione, che mostrano livelli di servizio e di dotazione

impiantistica fortemente insoddisfacenti rispetto agli standard di servizio richiesti dall'Unione Europea e il sistema idrico toscano non si sottrae a tali carenze e difficoltà.

Il piano d'investimenti richiesto dall'Autorità Idrica Toscana prevede: la realizzazione di opere di carattere strategico per l'accumulo delle risorse idriche e per il loro trasferimento da zone ad elevata disponibilità ad aree a forte domanda civile ed industriale; il completamento degli interventi di fognatura e depurazione; il completamento del processo digitalizzazione del programma di manutenzione programmata di tutte le reti cittadine di distribuzione dell'acqua e la sostituzione massiva dei contatori presso gli utenti, adottando sistemi telelettura, oltre all'avvio di un massiccio programma di rinnovo degli impianti esistenti.

Questi investimenti a parte le eccezioni previste nel PNRR e altri piani pubblici di intervento, per la gran parte graveranno, come da normativa di settore, sul sistema tariffario del servizio idrico integrato e, pertanto, determineranno un consistente fabbisogno finanziario per le aziende di gestione di tali servizi tra cui Publiacqua S.p.A. Ad oggi, la pianificazione degli investimenti predisposta ed approvata dall'Autorità Idrica Toscana, prevede una consistente riduzione per gli anni 2022-2024, a causa delle attuali modalità di finanziamento di tutte le aziende di gestione, compresa Publiacqua. Tale modalità prevede il ricorso all'indebitamento con il sistema finanziario e la necessità di rimborsare i finanziamenti entro il termine della concessione. Tale approccio rischia di rappresentare un freno al sostegno degli investimenti e sono la principale causa della continua crescita delle tariffe del servizio idrico integrato, destinate a generare gli elevati flussi finanziari necessari a garantire alle aziende le risorse per il rimborso del debito.

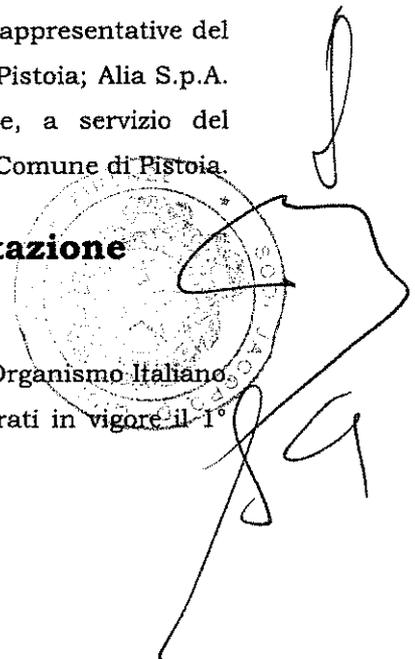
Publiacqua S.p.A. entrerà così nel perimetro di attuazione della Multiutility Toscana che prevede una gestione integrata di tutti questi servizi e una strategia di più alto livello nel reperimento delle risorse finanziarie per la realizzazione degli investimenti. Nel progetto della Multiutility Toscana è previsto di sfruttare maggiormente la leva finanziaria in una logica corporate e potrà garantire l'accesso anche al mercato dei capitali, compreso quello borsistico, consentendo anche a Publiacqua S.p.A. di incrementare in maniera consistente la capacità di investimento per i prossimi anni, in modo da rendere possibile il perseguimento di tutti gli obiettivi.

Il progetto prevede il conferimento nella Società Alia S.p.A. delle azioni rappresentative del 3.9% del capitale sociale di Publiacqua S.p.A., detenute dal Comune di Pistoia; Alia S.p.A. procederà ad un conseguente aumento del proprio capitale sociale, a servizio del conferimento, da sottoscrivere e liberare con il conferimento da parte del Comune di Pistoia.

## **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 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.

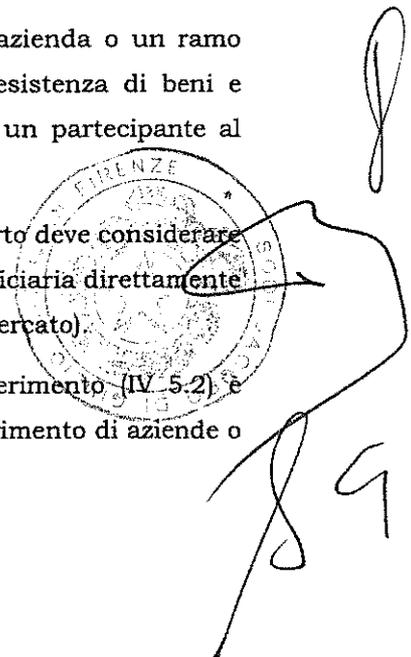
Sotto il profilo valutativo è importante anche distinguere fra conferimenti che hanno per oggetto un insieme (non organizzato) di beni o piuttosto un'azienda o un ramo di azienda. La principale differenza fra singoli beni e aziende (o rami) attiene al fatto che solo a queste ultime/i può essere eventualmente 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, personale, 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 e riflette premi e sconti, 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* né considera premi o sconti. 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 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 Publiacqua 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 indefettibilmente 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 ed "i" il tasso di attualizzazione impiegato (basato, di norma, sul tasso di rendimento del capitale di rischio); questi metodi trovano sovente applicazione nelle aziende commerciali e di servizi, laddove gli aspetti reddituali siano prevalenti rispetto a quelli patrimoniali;

- 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<sub>1</sub> ed F<sub>n</sub> sono i flussi finanziari futuri dati dai dividendi relativi agli anni da 1 ad n, mentre P<sub>n</sub> 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 similari. 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.



Tanto premesso, occorre preliminarmente rilevare che Publiacqua opera in un settore c.d. “regolato” da una *authority*, individuata nella ARERA<sup>1</sup>. 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 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, 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

---

<sup>1</sup> Autorità di Regolazione per Energia Reti e Ambiente

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.

Il procedimento di stima del valore di un'azienda che offre servizi di pubblica utilità si presenta quindi molto delicato, poiché legato a diversi elementi di carattere tecnico, temporale ed informativo. Il processo, infatti, conduce ad un dato relativo, non univoco, non definitivo, ma valido solo alla data in cui viene espresso e per le finalità per le quali viene elaborato.

È necessario ricordare che la natura stessa del prodotto del settore pubblico, le cui prestazioni sono spesso immateriali e complesse, scindibili in unità di erogazione in modo non perspicuo ed incontrovertibile, consolida l'opinione relativa alle difficoltà tecniche nel misurare l'output delle amministrazioni pubbliche. Inoltre, nel settore idrico, non sempre è di immediata significatività rapportare le risorse impiegate con i risultati ottenuti, in quanto la misura della performance è esprimibile in termini quantitativi o economici solo in alcuni casi.

Il valore di un'azienda a capitale pubblico cresce proporzionalmente man mano che ci si allontana da ipotesi di esclusiva socialità, verso la piena economicità e l'equilibrio economico durevole. L'economicità, infatti, è intesa come sinonimo della creazione di valore, in quanto rappresenta il punto di massima soddisfazione o ricompensa per i contributi dei diversi pubblici aziendali, considerando le risorse disponibili ed i vincoli presenti,

La valutazione e, conseguentemente, la ricerca del metodo, dipende dalla finalità e dall'oggetto di valutazione.

L'adozione del metodo è stata dettata prevalentemente dal quantitativo di informazioni a disposizione e dal contesto di riferimento.

Più nel dettaglio, i sottoscritti periti ritengono non corretta l'applicazione del metodo patrimoniale quale criterio principale, in quanto, basandosi essenzialmente su dati storici (grandezze stock), non consente una visione prospettica dell'azienda.

Tutto quanto premesso, ben noto ai periti, la valutazione di Publiacqua necessita tuttavia, di essere inserita nell'ambito del più ampio **Progetto di Aggregazione** come meglio specificato di seguito. Si ritiene quindi più opportuno utilizzare metodi di valutazione omogenei tra tutte le Società che vi partecipano ed in particolare l'utilizzo del metodo finanziario, nella variante dell'*unlevered Discounted Cash Flow*.



L'utilizzo di un metodo di valutazione basato sui flussi finanziari prospettici che l'impresa sarà in grado di generare nel tempo<sup>2</sup>, 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 "reddituari", 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 Publiacqua 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.

In aggiunta, è opportuno sottolineare che la valutazione di Publiacqua 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**"):

---

<sup>2</sup> Facilmente prevedibili grazie al regime concessorio e all'approvazione delle tariffe future da parte di ARERA.

- 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 operazioni straordinarie appare quindi 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.

Ad ogni modo, il metodo implementato presuppone un comune scenario previsionale in relazione agli obiettivi di sviluppo dell'azienda ed al contesto in cui la stessa si troverà ad operare. L'analisi è stata quindi condotta, come già precisato, a partire dai dati economici previsionali stimati nel doppio orizzonte temporale 2022-2025 e 2022-2031 fornitici dalla Società<sup>3</sup>.

## 8. Valutazione con il metodo finanziario

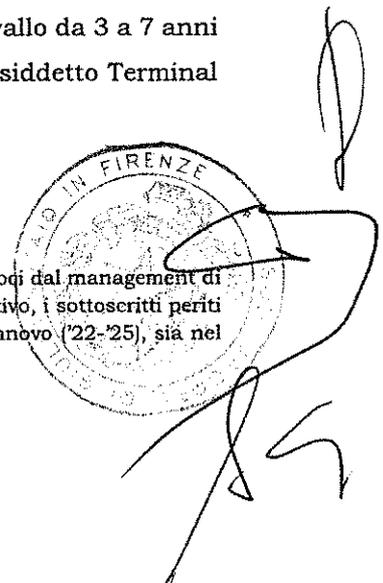
### 8.1 Unlevered DCF

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 calcolarli 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/onori 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:

<sup>3</sup> In quanto la concessione di Publiacqua è in scadenza nel 2024, ma in base a quanto riferito dal management di Publiacqua S.p.A. vi sono concrete possibilità che venga estesa sino al 2031. Per questo motivo, i sottoscritti periti hanno deciso di tenere in considerazione entrambi gli scenari: sia in caso di assenza di rinnovo ('22-'25), sia nel caso opposto ('22-'31).



- 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:

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

da cui il valore dell'azienda:

+	Enterprise Value (EV)
+/-	PFN
-	Minorities
+	Surplus Assets
-	Eventuali passività da Fondi pensione
-	Eventuali passività da Fondi accantonamento
=	<b>Equity Value (EqV)</b>

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<sub>t</sub>**, *Weighted Average Cost of Capital*; **g**, tasso di crescita dei flussi di cassa oltre il periodo di previsione esplicita;
- **FCFF<sub>n</sub>(1+g)** o **FCFF<sub>n+1</sub>**, 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<sub>c</sub>**, 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:

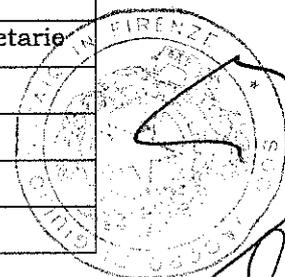
- $r_f$ , rendimento netto di investimenti o titoli privi di rischio;
- $(r_m - r_f)$  o **ERP**, rappresenta il premio per il maggior rischio del mercato azionario rispetto ad investimenti o titoli privi di rischio;
- $\beta$ , è il coefficiente che quantifica il rischio della singola impresa rispetto 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:

$$K_d = k_{d_f} + \text{spread}$$

Una volta valutato il costo del capitale, è necessario determinare i flussi e definire il tasso di attualizzazione. L'entità di tale grandezza, 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:

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



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, dal quale, sottraendo il valore di mercato del capitale di debito, si perverrà al valore del solo capitale proprio, cioè 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.

### **8.1.2 Costo del debito ( $K_d$ )**

Il costo del debito è quello che una società sostiene per remunerare coloro che l'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:

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

### **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 a 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 ( $\beta$ )**

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:

- 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.
- $0 < \text{beta} < 1$ : 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:

- $\beta_L$ , beta levered;
- $t_c$ , corporate tax rate;
- $D/E$ , debt to equity ratio medio di settore.

Una volta calcolati valore medio e valore mediano<sup>4</sup> si procede al calcolo del beta levered della target company, applicando uno specifico Debt-to Equity (D/E) attraverso la seguente formula:

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

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:

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

---

<sup>4</sup> 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.



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 rapporto D/E ratio;
- 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. 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, etc.

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 ( $\beta$ ) 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-finanziarie nell'orizzonte previsionale**

Le proiezioni numeriche del piano economico-finanziario 2022-2025 e 2022-2031 redatto dal *management* di Publiacqua sono state compiute su un orizzonte temporale di previsione esplicito rispettivamente di quattro (scenario di mancato rinnovo della concessione) e dieci anni (scenario di rinnovo).



Prima di passare allo sviluppo delle analisi numeriche si precisa che Publiacqua adotta i Principi Contabili OIC attualmente in vigore, in applicazione di quanto previsto dal Codice Civile; pertanto, sia i piani economico-finanziari 2022-2025 e 2022-2031, che le successive procedure di valutazione del valore corrente teorico del capitale economico illustrate infra, saranno predisposte in ottica OIC *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 2022-2031 elaborati dal management della Società.

### 8.2.1 Conto Economico previsionale

Conto economico	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
<b>Ricavi</b>	<b>268,3</b>	<b>243,7</b>	<b>240,2</b>	<b>261,1</b>	<b>261,7</b>	<b>261,3</b>	<b>262,3</b>	<b>260,1</b>	<b>257,3</b>	<b>258,0</b>
Costi operativi	-118,2	-116,1	-113,9	-114,4	-114,8	-115,3	-115,8	-116,2	-116,7	-117,2
<b>EBITDA</b>	<b>150,1</b>	<b>127,6</b>	<b>126,3</b>	<b>146,7</b>	<b>146,9</b>	<b>146,0</b>	<b>146,5</b>	<b>143,8</b>	<b>140,6</b>	<b>140,8</b>
Ammortamenti	-48,7	-56,7	-66,6	-75,7	-85,6	-96,3	-108,7	-125,4	-125,0	-124,7
Accant. e sval.	-4,2	-4,2	-4,2	-4,2	-4,2	-4,2	-4,3	-4,3	-4,3	-4,3
EBIT	97,2	66,7	55,6	66,9	57,1	45,5	33,6	14,1	11,4	11,8
Proventi/(oneri) fin.	-2,2	-3,1	-3,6	-3,6	-3,8	-3,9	-3,9	-3,5	-2,7	-1,5
Utile ante imposte	94,9	63,6	52,0	63,3	53,3	41,7	29,7	10,6	8,6	10,3
Imposte	-25,5	-16,7	-12,9	-16,0	-13,1	-11,3	-7,8	-2,3	-1,6	-2,0
<b>Utile netto</b>	<b>69,4</b>	<b>46,9</b>	<b>39,1</b>	<b>47,3</b>	<b>40,2</b>	<b>30,4</b>	<b>21,9</b>	<b>8,4</b>	<b>7,0</b>	<b>8,3</b>

### 8.2.2 Stato Patrimoniale previsionale

Stato patrimoniale	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
<b>Immobilizzazioni</b>	<b>582,3</b>	<b>645,7</b>	<b>699,0</b>	<b>733,4</b>	<b>757,8</b>	<b>761,5</b>	<b>752,9</b>	<b>702,4</b>	<b>622,5</b>	<b>532,8</b>
Rimanenze	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4
Crediti v/clienti	117,2	94,3	71,4	71,4	71,7	72,0	72,2	72,5	72,8	73,2
Fondo sval. crediti	(6,1)	(9,0)	(8,8)	(8,8)	(8,7)	(8,8)	(8,8)	(8,9)	(8,9)	(8,9)
Debiti v/fornitori	(62,8)	(58,7)	(55,2)	(51,0)	(51,1)	(48,2)	(48,3)	(41,2)	(32,6)	(29,8)
<b>CCN operativo</b>	<b>49,7</b>	<b>28,0</b>	<b>8,7</b>	<b>13,0</b>	<b>13,2</b>	<b>16,3</b>	<b>16,5</b>	<b>23,9</b>	<b>32,7</b>	<b>35,8</b>
Altri crediti	14,0	7,9	3,6	-	-	-	-	-	-	-
Crediti v/Erario	2,5	3,7	4,9	6,1	7,3	7,0	6,6	6,3	5,5	4,5
Ratei e risconti attivi	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
Debiti tributari	(7,9)	8,9	3,8	(3,0)	2,9	3,4	3,5	5,6	4,8	3,7
Altri debiti	(44,3)	(42,0)	(35,9)	(35,2)	(35,2)	(35,2)	(35,2)	(35,2)	(35,2)	(35,2)
Ratei e risconti passivi	(60,7)	(58,5)	(59,3)	(55,2)	(51,6)	(48,2)	(44,8)	(41,5)	(38,0)	(33,8)
<b>CCN</b>	<b>(46,3)</b>	<b>(51,7)</b>	<b>(73,8)</b>	<b>(74,0)</b>	<b>(63,1)</b>	<b>(56,4)</b>	<b>(53,0)</b>	<b>(40,6)</b>	<b>(29,9)</b>	<b>(24,5)</b>
Fondo rischi	(9,6)	(9,6)	(9,6)	(9,6)	(9,6)	(9,6)	(9,6)	(9,6)	(8,4)	(7,3)
Fondo TFR	(5,7)	(5,6)	(5,5)	(5,4)	(5,3)	(5,3)	(5,2)	(5,1)	(5,0)	(4,9)
<b>Capitale investito netto</b>	<b>520,8</b>	<b>578,8</b>	<b>610,1</b>	<b>644,4</b>	<b>679,8</b>	<b>690,3</b>	<b>685,1</b>	<b>647,2</b>	<b>579,2</b>	<b>496,1</b>
Patrimonio netto	359,8	376,3	394,0	423,0	441,7	453,4	460,5	457,5	458,6	461,4

Debito netto/(cassa)	200,4	237,5	246,7	247,5	259,9	254,4	237,7	198,4	125,0	34,7
Debiti finanziari	205,4	242,5	251,7	252,5	264,9	264,9	245,4	211,0	154,3	84,8
Cassa	(5,0)	(5,0)	(5,0)	(5,0)	(5,0)	(10,5)	(7,7)	(12,6)	(29,3)	(50,1)
<b>Fonti di finanziamento</b>	<b>560,2</b>	<b>613,8</b>	<b>640,7</b>	<b>670,6</b>	<b>701,6</b>	<b>707,8</b>	<b>698,2</b>	<b>656,0</b>	<b>583,5</b>	<b>496,1</b>

### 8.2.3 Rendiconto Finanziario previsionale

Rendiconto Finanziario	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
Ricavi operativi	264,1	239,1	235,5	256,5	257,5	257,3	258,3	256,1	253,3	253,1
Costi operativi	(118,2)	(116,1)	(113,9)	(114,4)	(114,8)	(115,3)	(115,8)	(116,2)	(116,7)	(117,2)
Utilizzo fondo sval. crediti	-	-	(3,1)	(3,0)	(2,9)	(2,9)	(2,9)	(2,9)	(2,9)	(3,0)
Utilizzo fondi	(2,3)	(1,3)	(1,3)	(1,3)	(1,4)	(1,4)	(1,4)	(1,4)	(2,6)	(2,6)
Imposte	(28,4)	(34,6)	(9,1)	(10,4)	(20,2)	(11,5)	(7,6)	(4,0)	-	-
Variazioni del CCN	(17,2)	22,6	17,7	1,5	(0,2)	(0,3)	(0,2)	(0,3)	(0,3)	(0,3)
<b>FCFF</b>	<b>97,9</b>	<b>109,7</b>	<b>125,8</b>	<b>128,9</b>	<b>118,0</b>	<b>126,0</b>	<b>130,4</b>	<b>131,3</b>	<b>130,8</b>	<b>130,1</b>
Investimenti	(69,7)	(74,0)	(77,2)	(65,7)	(70,4)	(63,7)	(62,8)	(42,1)	(19,2)	(4,7)
Quota inv. finanziati da contributi	(50,3)	(46,0)	(42,8)	(44,3)	(39,6)	(36,3)	(37,2)	(32,9)	(25,8)	(30,3)
Δ debiti su inv. materiali	6,8	-	-	(2,9)	-	(2,9)	-	(7,1)	(8,6)	(2,9)
<b>FC post investimenti</b>	<b>-15,4</b>	<b>-10,3</b>	<b>5,8</b>	<b>16,1</b>	<b>8,0</b>	<b>23,1</b>	<b>30,4</b>	<b>49,1</b>	<b>77,2</b>	<b>92,3</b>
Erogazione/(rimborso) debito	33,3	37,0	9,2	0,8	12,4	-	(19,5)	(34,4)	(56,7)	(69,5)
Erogazione contributi pubblici	2,8	2,3	5,5	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6
Proventi/(oneri) fin.	(2,2)	(3,0)	(3,5)	(3,6)	(3,7)	(3,9)	(3,9)	(3,5)	(2,7)	(1,5)
<b>FCFE</b>	<b>18,6</b>	<b>26,0</b>	<b>17,0</b>	<b>13,9</b>	<b>17,2</b>	<b>19,9</b>	<b>7,6</b>	<b>11,9</b>	<b>18,4</b>	<b>21,8</b>
Pagamento dividendi	(18,6)	(26,0)	(17,0)	(13,9)	(17,2)	(14,3)	(10,4)	(7,0)	(1,6)	(1,1)
<b>Flusso di cassa finale</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>5,5</b>	<b>-2,8</b>	<b>4,9</b>	<b>16,8</b>	<b>20,8</b>

#### 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.

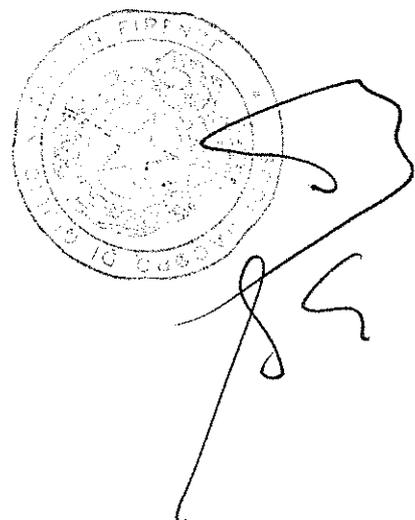
D'altro canto, l'estendersi del periodo di proiezione esplicita ad un arco di tempo eccessivamente lungo, comporterebbe problemi di stima delle grandezze economico-patrimoniali, dovuti alla difficoltà di prevedere con ragionevole certezza eventi e condizioni che si realizzeranno in un futuro lontano. La valutazione dei flussi di cassa generati dalla gestione operativa della Società è stata compiuta sulla base di due scenari, che hanno un orizzonte temporale rispettivamente di 4 anni ('22-'25) e 10 anni ('22-'31): 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".

A differenza di quanto esplicitato nel par. 8.1<sup>5</sup>, come Terminal Value è stato acquisito il VIR (Valore Industriale Residuo), fornitoci dall'organo amministrativo, che ammonta ad euro 490 milioni per il 2025 ed euro 390 milioni per il 2031.

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 tutte un importante ricorso ai finanziamenti bancari; va da sé, quindi, che in sede di determinazione del valore corrente teorico riferibile a Publiacqua, 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.

Il problema che si pone in questa sede è quello di stimare l'attendibilità e la sostenibilità di un dato prospettico relativo a più esercizi futuri, che deve essere depurato dalle componenti straordinarie, comparabile con gli altri dati di *business plan* e omogeneo sotto il profilo monetario, ovvero sia depurato dalla componente inflazionistica. Da un'analisi dei dati riportati nel *business plan* di Publiacqua emerge tuttavia, che 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.

<sup>5</sup> Ossia il calcolo del Terminal Value come attualizzazione di flussi di cassa.



Di seguito si riporta la tabella che evidenzia l'attualizzazione dei FCFF 2022-2031, 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 all'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 Debt	01/07/22	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	TOT
	31/12/22										
<b>EBITDA</b>	<b>66,7</b>	<b>127,6</b>	<b>126,3</b>	<b>146,7</b>	<b>146,9</b>	<b>146,0</b>	<b>146,5</b>	<b>143,8</b>	<b>140,6</b>	<b>140,8</b>	
Ammortamenti	(24,3)	(56,7)	(66,6)	(75,7)	(85,6)	(96,3)	(108,7)	(125,4)	(125,0)	(124,7)	
Acc. e svalutazioni	(1,6)	(4,2)	(4,2)	(4,2)	(4,2)	(4,2)	(4,3)	(4,3)	(4,3)	(4,3)	
EBIT	40,7	66,7	55,6	66,9	57,1	45,5	33,6	14,1	11,4	11,8	
Tasse figurative	(11,9)	(19,4)	(16,2)	(19,5)	(16,6)	(13,3)	(9,8)	(4,1)	(3,3)	(3,4)	
<b>NOPAT</b>	<b>28,9</b>	<b>47,3</b>	<b>39,4</b>	<b>47,4</b>	<b>40,5</b>	<b>32,3</b>	<b>23,8</b>	<b>10,0</b>	<b>8,0</b>	<b>8,4</b>	
Ammortamenti	24,3	56,7	66,6	75,7	85,6	96,3	108,7	125,4	125,0	124,7	
Acc. e svalutazioni	1,6	4,2	4,2	4,2	4,2	4,2	4,3	4,3	4,3	4,3	
Eliminazione poste non monetarie	(2,1)	(4,6)	(4,8)	(4,6)	(4,2)	(4,0)	(4,0)	(3,9)	(4,1)	(4,9)	
Delta CCN	55,0	25,0	20,1	(3,7)	(2,6)	(5,4)	(2,6)	(9,7)	(11,2)	(5,5)	
Investimenti	(93,6)	(120,0)	(120,0)	(110,0)	(110,0)	(100,0)	(100,0)	(75,0)	(45,0)	(35,0)	
<b>FCFF</b>	<b>14,1</b>	<b>8,5</b>	<b>5,5</b>	<b>8,9</b>	<b>13,5</b>	<b>23,3</b>	<b>30,2</b>	<b>51,0</b>	<b>77,1</b>	<b>92,0</b>	<b>324,2</b>

In particolare, una volta acquisiti i dati consuntivi al 30 giugno 2022, gli scrittori 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. Nello specifico, si è ipotizzato di spartire equamente gli ammortamenti annui e la voce "Eliminazione poste non monetarie" tra i due semestri;
- il delta CCN è stato determinato prendendo il delta CCN del 2022 (da Piano) e sottraendo il flusso registrato da gennaio a giugno 2022.

<sup>6</sup> 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 2022g e i dati al 30 giugno 2022.

### 8.3 Applicazione analitica del Metodo Finanziario

Ai fini dell'individuazione del valore del capitale economico di Publiacqua, 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 europee<sup>7</sup>. 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<sub>a</sub>** 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 OP <sup>8</sup>	2022	2023	2024	2025	MEGIA
Importo medio del debito (n;n-1)	216,29	223,91	247,09	252,13	<b>234,86</b>
Interessi	(2,25)	(3,13)	(3,55)	(3,64)	<b>(3,14)</b>
% interessi	1,04%	1,40%	1,44%	1,44%	<b>1,33%</b>

**t<sub>c</sub>**: aliquota fiscale IRES in vigore;

**K<sub>e</sub>**: rappresenta il costo opportunità del capitale proprio e lo si ottiene dalla seguente formula:

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

<sup>7</sup>Damodaran, gennaio 2022 - <https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>.

<sup>8</sup> Gli importi relativi al debito ed agli interessi sono presi dal piano economico-finanziario elaborato dal management



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.

Paese	Società	Beta <sub>LEV</sub>	BV/N	Mkt Cap	Minorities	D/p	t <sub>c</sub>	Beta <sub>UNLEV</sub>
UK	United Utilities Group Plc	0,72	7.807	7.571	-	103,1%	19,0%	0,39
UK	Pennon Group Plc	0,63	2.543	2.938	-	86,5%	19,0%	0,37
UK	Severn Trent Plc	0,66	6.232	7.561	-	82,4%	19,0%	0,39
FR	Veolia Environnement Sa	1,08	9.545	19.622	1.252	45,7%	26,5%	0,81
IT	Accea S.P.A.	0,77	3.977	3.519	392	101,7%	24,0%	0,44
					<b>Media</b>	<b>83,9%</b>		<b>0,48</b>
					<b>Mediana</b>	<b>86,5%</b>		<b>0,39</b>

I beta levered (basati su dati passati) sono acquisiti da primari provider di riferimento di settore<sup>9</sup> e come si evince dalla tabella sopra esposta, rientrano all'interno di un panel di società europee ed UK comparabili. In aggiunta, al fine di fornire un approccio basato più su valori che guardino al futuro che al passato, i beta levered sono stati tali aggiustati applicando la Formula di Blume<sup>10</sup>.

Come esplicitato nel paragrafo 7.2, 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 Publiacqua.

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 **0,39**.

Come Debt-to-Equity ratio è stato scelto il minore tra il valore medio ed il valore mediano della tabella di cui sopra, ossia **87%**. Conseguentemente, D/D+E (w<sub>d</sub>) sarà pari al **46%**, mentre E/D+E (w<sub>e</sub>) al **54%**.

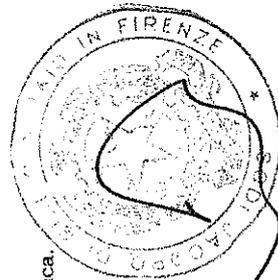
Applicando le formule esplicitate in precedenza si ottiene un **beta levered specifico risulta pari a 0,65**.<sup>11</sup>

Per ottenere il K<sub>e</sub> si prende come **R<sub>f</sub>** il rendimento medio dei BTP ventennali riferiti ad aprile 2022 (**all.6**) che ammonta al **2,5%**.

<sup>9</sup> JPMorgan, Goldman Sachs, Medio Banca.

<sup>10</sup>  $\beta_{L,ADJUSTED} = \beta_L \left( \frac{2}{3} \right) + \frac{1}{3}$

<sup>11</sup>  $\beta_L = \beta_U \{ 1 + [ (1-t_c) \frac{D}{E} ] \}$



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 ad un capitale di rischio (**Ke**):

Variabile	Country Rf + mature mkt premium
<b>Unlevered beta</b>	<b>0,39</b>
D/E	87%
Tax Rate	24%
<b>Levered beta</b>	<b>65%</b>
Risk free rate <sup>12</sup>	2,5%
Market Risk Premium <sup>13</sup>	4,2%
<b>Ke</b>	<b>5,24%</b>

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

Publiacqua	WACC
Pre-Tax Kd	1,33%
Corporate Tax Rate	24%
<b>Kd</b>	<b>1%</b>
Ke	5,24%
E/(D+E)	54%
Kd	1,01%
D/(D+E)	46%
<b>WACCg</b>	<b>3,28%</b>

Quindi il WACC puntuale calcolato con il procedimento metodologia sopra riportato ammonta al **3,28%**.

Tutto quando 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. 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".

<sup>12</sup> Vedi allegato 5

<sup>13</sup> Vedi allegato 6

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**

I sottoscritti periti, come precedentemente analizzato, hanno deciso di tenere in considerazione due orizzonti temporali del piano economico-finanziario realizzato dalla Società: sia 2022-2025 sia 2022-2031.

Nello specifico si elencano i principali step dell'analisi valutativa:

1. individuazione dei FCFF prospettici 2022-2025 e 2022-2031;
2. individuazione dei Terminal Value 2025 e 2031. In questa sede, viste le caratteristiche del business della Società oggetto di valutazione ed alla luce del contesto in cui opera, i sottoscritti periti hanno deciso di acquisire come Terminal Value i VIR di Publiacqua al 2025 ed al 2031, forniti dall'organo amministrativo della stessa Società;
3. calcolo della Posizione Finanziaria Netta e dei Surplus Asset, sulla base dei valori forniti dalla Società;
4. individuazione di un tasso di crescita  $g$ , costante al 1,5%;
5. determinazione del WACC e successiva attualizzazione dei flussi di cassa;
6. calcolo dell'Enterprise Value come somma algebrica della sommatoria dei FCFF attualizzati e del TV;
7. determinazione dei rispettivi Equity Value, attraverso la somma algebrica tra il valore delle attività operative e il valore della Posizione Finanziaria Netta e dei Surplus Asset;
8. calcolo della media tra i due valori così ottenuti (scenario\_'25; scenario\_'31);

#### **8.3.1 Valore economico del capitale della Società Publiacqua: \_Scenario 2025**

In relazione al punto 1) di cui sopra si riportano i 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 - Unilever DCF	2022 <sup>14</sup>	2023	2024	2025	TOT
<b>FCFF</b>	14,1	8,5	5,5	8,9	<b>37,1</b>

<sup>14</sup> I dati si riferiscono al periodo prospettico che va dal 01/07/2022 al 31/12/2022.

Come anticipato in precedenza, come TV si considerano i VIR fornitici dalla Società pari ad euro 490 milioni (punto 2).

La somma algebrica tra la Posizione Finanziaria Netta e gli altri aggiustamenti prende il nome di Bridge to equity ed è calcolabile come segue (punto 3)

<b>Bridge to Equity</b>	<b>€/000</b>
PFN con dividendi	173,43
Altri aggiustamenti	5,25
Minorities	-
Partecipazioni	(0,62)
Pensions	4,97
Provisions	0,90
<b>TOTALE</b>	<b>178,68</b>

Successivamente (punto 5), si attualizzano i FCFE individuati precedentemente con un WACC pari al 2,94%, tenendo conto della mid year convention esplicitata nei precedenti paragrafi:

<b>WACC</b>	2,94%				
<b>Date</b>	30/06/2022	30/05/2023	30/06/2024	30/06/2025	TOT
<b>Mid year con WACC</b>	99%	96%	93%	90%	
<b>FCFE attualizzati</b>	<b>13,9</b>	<b>8,2</b>	<b>5,1</b>	<b>8,1</b>	<b>35,3</b>

Una volta arrivati ai flussi di cassa attualizzati, è possibile calcolare l'Enterprise Value (punto 6) come la somma algebrica tra i flussi di cassa espliciti attualizzati ed il TV attualizzato. Infatti, anche il TV deve essere attualizzato utilizzando il WACC senza però fare ricorso anche alla mid-year convention poiché si tratta di un flusso di cassa finale e perpetuo.

<b>Enterprise Value '25</b>	
TV attualizzato	436,42
Periodo esplicito attualizzato	35,28
<b>EV</b>	<b>471,70</b>

Rettificando gli Enterprise Value ricavati per il Bridge to Equity, si ottengono i seguenti valori di Equity Value:

<b>Equity Value '25</b>	
<b>WACC</b>	<b>2,94%</b>
Terminal Value attualizzato	436,42
Periodo esplicito attualizzato	35,28
<b>EV</b>	<b>471,70</b>
PFN	(173,43)
Altri aggiustamenti	(5,25)
<b>EqV</b>	<b>293,03</b>

Alla luce dei calcoli di cui sopra, si ottiene una stima di Equity Value, per lo scenario 2022-2025 pari ad euro 293 milioni.

### 8.3.2 Valore economico del capitale della Società Publicacqua: \_Scenario 2031

In relazione al punto 1) di cui sopra si riportano i FCFF 2022-2031:

Valutazione - DCF	2022 <sup>15</sup>	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	TOT
<b>FCFF</b>	<b>14,1</b>	<b>8,5</b>	<b>5,5</b>	<b>8,9</b>	<b>13,5</b>	<b>23,3</b>	<b>30,2</b>	<b>51,0</b>	<b>77,1</b>	<b>92,0</b>	<b>342,2</b>

Come anticipato in precedenza, come TV si considerano i VIR fornitici dalla Società pari ad euro 390 milioni (punto 2).

Il Bridge to Equity coincide con la risultante dello scenario 2025.

Successivamente (punto 5), si attualizzano i FCFF individuati precedentemente con un WACC pari al 2,94%, tenendo conto della mid year convention esplicitata nei precedenti paragrafi:

WACC	2,94%										
Date <sup>16</sup>	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	TOT
<b>Mid year con WACC</b>	99%	96%	93%	90%	88%	85%	83%	80%	78%	76%	
<b>FCFF attualizzati</b>	13,9	8,2	5,1	8,1	11,9	19,9	25,0	41,1	60,3	69,9	<b>263,2</b>

Una volta arrivati ai flussi di cassa attualizzati, è possibile calcolare l'Enterprise Value (punto 6) come la somma algebrica tra i flussi di cassa espliciti attualizzati ed il TV attualizzato:

Enterprise Value '31	
TV attualizzato	291,62
Periodo esplicito attualizzato	263,24
<b>EV</b>	<b>554,86</b>

Rettificando gli Enterprise Value ricavati per il Bridge to Equity, si ottengono i seguenti valori di Equity Value:

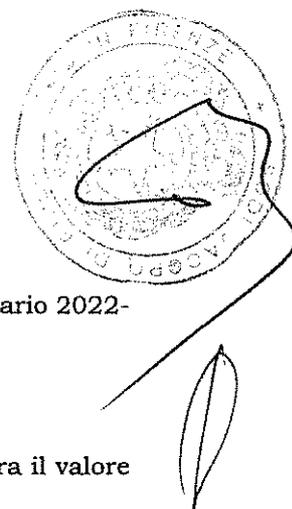
Equity Value '31	
<b>WACC</b>	<b>2,94%</b>
Terminal Value attualizzato	291,62
Periodo esplicito attualizzato	263,2
<b>EV</b>	<b>554,86</b>
PFN	(173,43)
Altri aggiustamenti	(5,25)
<b>EqV</b>	<b>376,18</b>

Alla luce dei calcoli di cui sopra, si ottiene una stima di Equity Value, per lo scenario 2022-2031 pari ad euro 376 milioni.

#### **Valore economico del capitale della Società Publicacqua**

Per arrivare, infine, ad una stima puntuale del 100% di Equity Value, si considera il valore medio tra le risultanti dei due scenari. In particolare:

<sup>15</sup> I dati si riferiscono al periodo prospettico che va dal 01/07/2022 al 31/12/2022.



Società	EqV '25	EqV '31	Media
Publiacqua S.p.A.	293	376	<b>334</b>

La stima del 100% **dell'Equity Value al 30 giugno 2022 ammonta ad euro 334 milioni**. Pertanto, il valore economico di n. 1.150.321 azioni, senza tener conto di premi o sconti, rappresentative del 3,9% del capitale sociale di Publiacqua S.p.A. risulta essere pari **ad euro 13 milioni**.

## 9. Valutazione con il metodo di controllo

### 9.1 Metodo della stima autonoma dell'avviamento, considerazioni generali

Al fine di confermare la bontà della valutazione ottenuta attraverso l'implementazione del metodo principale, 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 della valutazione autonoma dell'avviamento.<sup>17</sup>

Tale metodo si fonda sul presupposto che il patrimonio netto di bilancio debba essere preliminarmente riallineato al suo valore di mercato e successivamente si debba misurare la relazione tra il reddito effettivo dell'impresa e quello che dovrebbe essere sulla base del patrimonio netto rettificato.

L'impostazione teorica relativa all'avviamento nell'ottica valutativa è completamente recepita dai Principi Italiani di Valutazione emanati nel 2015 dall'Organismo Italiano di Valutazione.

Partendo dal PIV III.1.29, che recita: *"Le valutazioni di tipo patrimoniale sono accettabili ai fini delle valutazioni legali solo quando le prospettive reddituali dell'azienda, o del ramo di azienda in esame, indicano la presenza di un saggio di rendimento del capitale (proprio od operativo) in linea con il rendimento atteso dal mercato da investimenti di pari rischio. Il valore delle attività maggiormente esposte al rischio d'impresa dovrebbe perciò essere sottoposto a verifica reddituale. Nonostante questa limitazione, l'accertamento della consistenza effettiva del patrimonio netto aziendale, a valori di mercato, è comunque utile ai fini di un corretto apprezzamento della capacità dell'azienda, o del ramo di azienda di generare flussi di risultati."*, si nota come tali principi sostengano che la valutazione patrimoniale semplice contenga un contenuto informativo irrinunciabile che possa essere utilizzato come criterio valutativo, quando il saggio di rendimento del capitale è in linea con quello di mercato a parità di livello di rischio, ovvero in assenza di avviamento.

<sup>17</sup> Metodi empirici che si fondano sul confronto con società comparabili (come, ad esempio, il metodo dei multipli) non sono stati presi in considerazione, in quanto il numero di realtà mono-business quotate operanti in contesti similari (domestici od europei) risulta ad oggi esiguo.

È definito dalla prassi anche come *metodo Uec*<sup>18</sup>. Questa metodologia prevede la scomposizione della valorizzazione d'azienda complessiva in due componenti: il valore corrente del patrimonio aziendale (ottenuto con il metodo patrimoniale semplice) e il valore attribuibile all'avviamento separatamente considerato. In termini quantitativi:

$$\text{Equity Value} = K + (R - iK)a_{n-i}$$

dove:

- K, patrimonio netto rettificato;
- R, reddito medio normale atteso;
- i, tasso di remunerazione normale del capitale;
- n = durata stimata del periodo di "sovra-redditi";
- i' = tasso di attualizzazione dei sovra-redditi.

Il fattore  $iK$  indica la remunerazione normale del capitale investito. Il differenziale  $(R - iK)$  rappresenta degli extra-redditi futuri che si suppongono limitati nel tempo e, pertanto, devono essere utilizzati attraverso il fattore  $a_{n-i}$ , esprimibile anche come  $\frac{1 - (1+i')^{-n}}{i'}$ .

A seguito dell'attualizzazione del differenziale sopra esposto, si ottiene una valutazione autonoma e separata dell'avviamento, che può risultare positivo o negativo.<sup>19</sup> Rispetto alla formula sopra indicata, spesso si introducono numerose semplificazioni, tra cui:

- orizzonte temporale di produzione del reddito limitato (solitamente da un minimo di 5 ad un massimo di 10 anni);
- costanza di K ovvero il patrimonio netto rettificato stimato al momento della valutazione, lungo tutto il periodo "n" senza considerare l'effetto sul patrimonio delle variazioni del circolante e gli investimenti/disinvestimenti in capitale immobilizzato;
- costanza del reddito R per tutto il periodo "n". Tale reddito è, quindi, da intendere come reddito normalizzato e indicativo di una situazione stabilizzata.

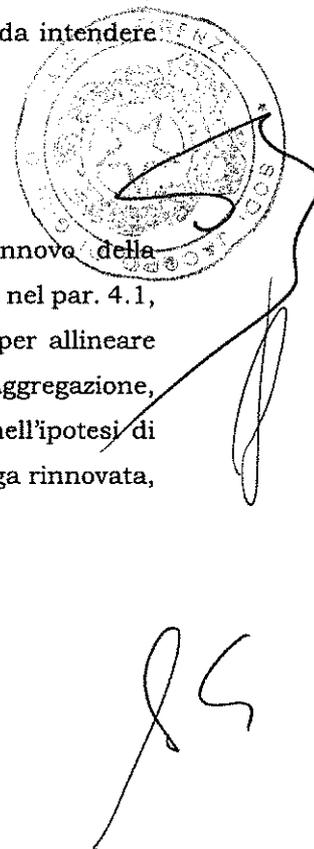
## 9.2 Applicazione analitica

Il processo valutativo si è focalizzato sulle seguenti assunzioni e/o parametri:

- come orizzonte temporale si considera l'ipotesi in assenza di rinnovo della concessione e l'ipotesi in caso di rinnovo. In particolare, come specificato nel par. 4.1, la scadenza della concessione è prevista per il 31-12-2024; tuttavia, per allineare temporalmente i piani di tutte le Società partecipanti all'operazione di Aggregazione, il management ha ritenuto opportuno di estendere il piano al 2025 nell'ipotesi di assenza di rinnovo della concessione. Nel caso in cui la concessione venga rinnovata, il piano viene esteso fino al 2031;

<sup>18</sup> L'Union des Experts Comptables et Financiers Européens, che ne consiglia la sua utilizzazione.

<sup>19</sup> Se  $R > iK$  si riscontra un goodwill, mentre nel caso in cui  $R < iK$  si riscontra un badwill.



- per facilitare il processo valutativo, i periti hanno assunto che il patrimonio netto contabile converga verso il patrimonio netto rettificato. In tal senso si è considerato il PN al 30 giugno 2022, pari ad euro 289 milioni;
- come reddito netto si utilizza la media tra il 2020 e il 2021, in modo da poter aver costanza durante il periodo di valutazione;
- il tasso di attualizzazione utilizzato dai periti è pari al costo del capitale di rischio Ke, 5,47% anch'esso estratto dalla banca dato del Prof. Damodaran.

Riassumendo:

Gli utili ripresi dai bilanci della Società sono riassunti di seguito, ivi compresa la media:

Pubblacqua	2020	2021
<b>Reddito netto</b>	25,43	15,39
<b>Media</b>	<b>20,41</b>	

Applicando le formule specificate precedentemente si ottengono i seguenti sovraredditi attualizzati:

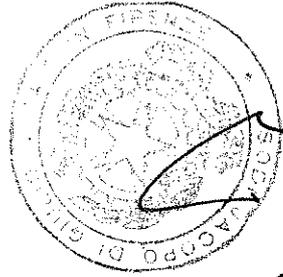
Pubblacqua	2021	2022	2023	2024	2025	2025	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
<b>PN*</b>	281,87	289,05	289,05	289,05	289,05	289,05	289,05	289,05	289,05	289,05	289,05	289,05	289,05
<b>Ke</b>	5,47%	5,47%	5,47%	5,47%	5,47%	5,47%	5,47%	5,47%	5,47%	5,47%	5,47%	5,47%	5,47%
<b>Reddito Equo</b>	15,43	15,82	15,82	15,82	15,82	15,82	15,82	15,82	15,82	15,82	15,82	15,82	15,82
<b>Reddito Prospettico</b>	15,39	20,41	20,41	20,41	20,41	20,41	20,41	20,41	20,41	20,41	20,41	20,41	20,41
<b>Reddito Differenziale</b>	-0,04	4,59	4,59	4,59	4,59	4,59	4,59	4,59	4,59	4,59	4,59	4,59	4,59
<b>Sovrareddito attualizzato</b>		<b>4,35</b>	<b>4,12</b>	<b>3,91</b>	<b>3,71</b>	<b>3,51</b>	<b>3,33</b>	<b>3,16</b>	<b>2,99</b>	<b>2,84</b>	<b>2,69</b>		

\* dal 2022 si prende come riferimento il patrimonio netto al 30 giugno 2022

Una volta rilevati i sovraredditi, otteniamo la sommatoria sia per lo scenario '25 che per lo scenario '31. Aggiungendo il valore del patrimonio netto otteniamo i seguenti Equity Value:

Pubblacqua	Prospettiva '25	Prospettiva '31	Media
<b>Sommatoria sovraredditi</b>	16,09	34,62	
<b>PN</b>	289	289	
<b>Valore Azienda</b>	<b>305,13</b>	<b>323,66</b>	<b>314,40</b>

Alla luce di quanto ottenuto, si nota come l'intervallo di valori (scenario '25 e scenario '31), sia in linea con i risultati forniti dal metodo principale.



## **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 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 etc....;
- le attività di supporto valutativo sono basate su informazioni relative alla data di conclusione 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 2022-2031* 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, etc.).

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 Publiacqua 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 misto con stima autonoma dell'avviamento, come metodo di controllo.

Alla luce di tutto quanto emerso, appare ragionevole e prudentiale 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:

Publiacqua	BqV '25	BqV '31	Media
DCF <i>Metodo principale</i>	293	376	<b>334</b>
Stima autonoma dell'avviamento <i>Metodo di controllo</i>	305	324	314

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 Publiacqua S.p.A., arrotondabile, a circa **euro 334 milioni, cui corrisponde un valore relativo al 3,9% pari a circa euro 13.026 mila.**

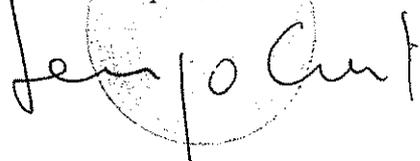
## 12. Conclusioni

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 attribuibili al patrimonio sociale facente capo al Comune di Pistoia in Publiacqua 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.

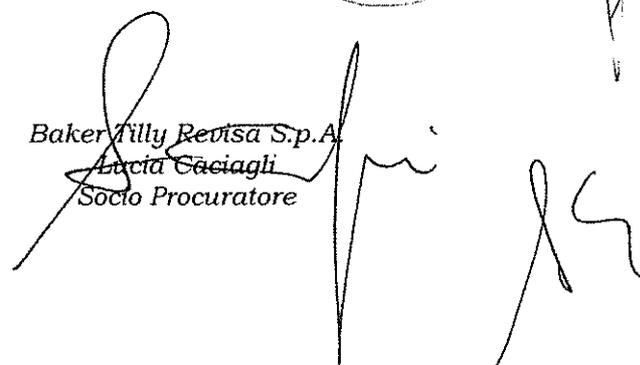
Firenze, 3 Agosto 2022

### I PERITI

Dott. Iacopo Conti

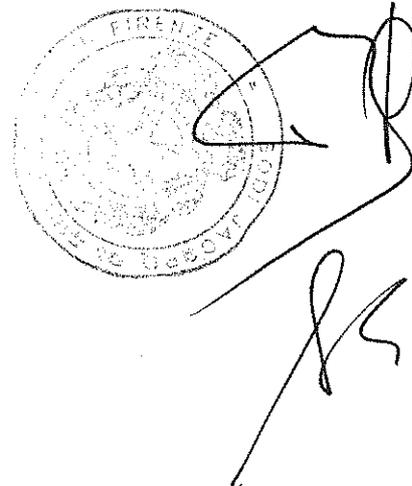


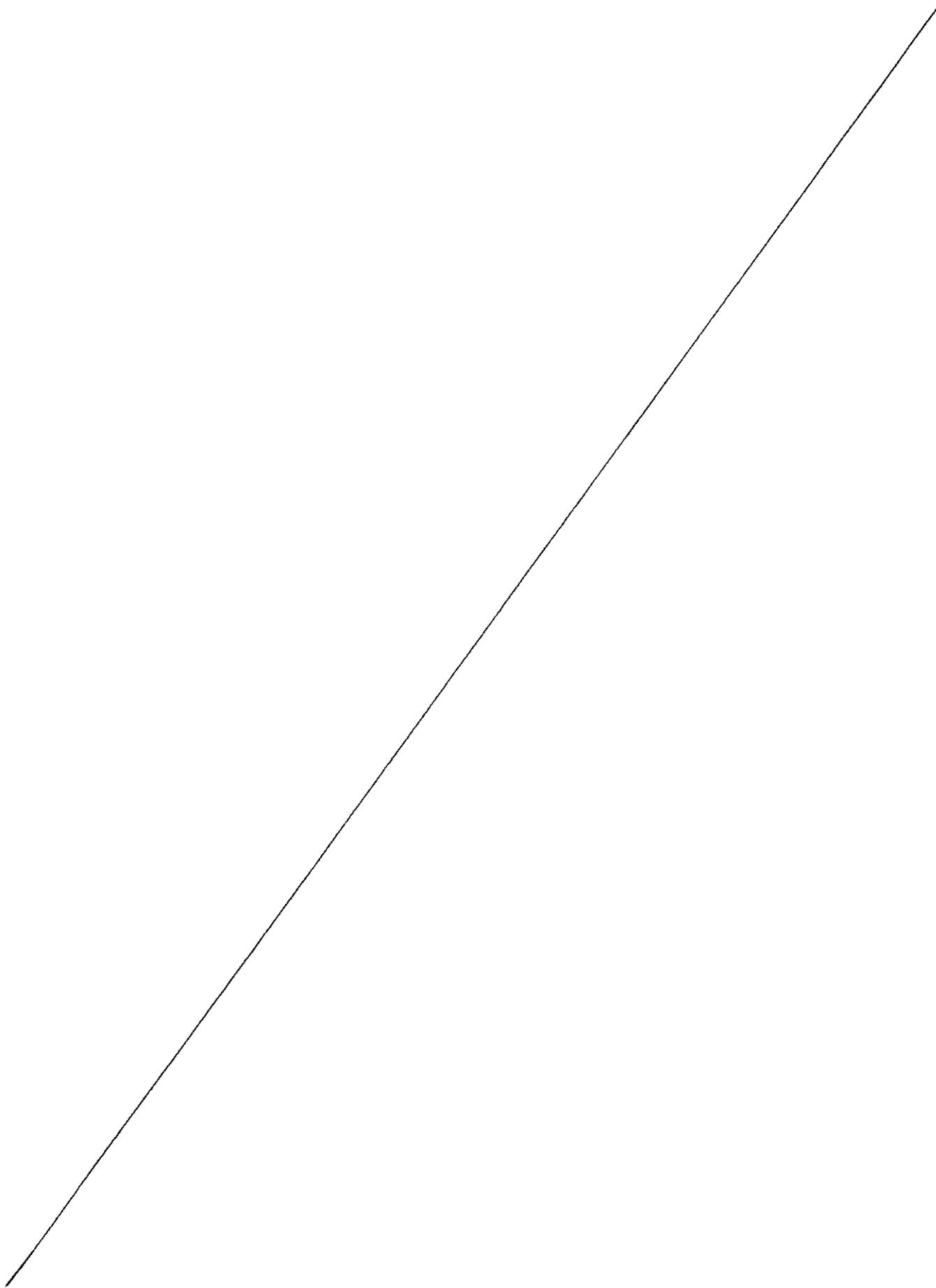
Baker Tilly Revisa S.p.A.  
Lucia Caciagli  
Socio Procuratore



Allegati:

1. Incarico del Tribunale;
2. Progetto di Fusione;
3. Bilancio Semestrale al 30 giugno 2022; Relazione sulla Gestione al 30 giugno 2022; presentazione al C.d.A del 21 luglio 2022;
4. Business Plan Publiacqua 2022-2031;
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@sirenze.pecavvocati.it](mailto:gherardo.soresina@sirenze.pecavvocati.it), [pietro.chelazzi@sirenze.pecavvocati.it](mailto:pietro.chelazzi@sirenze.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.

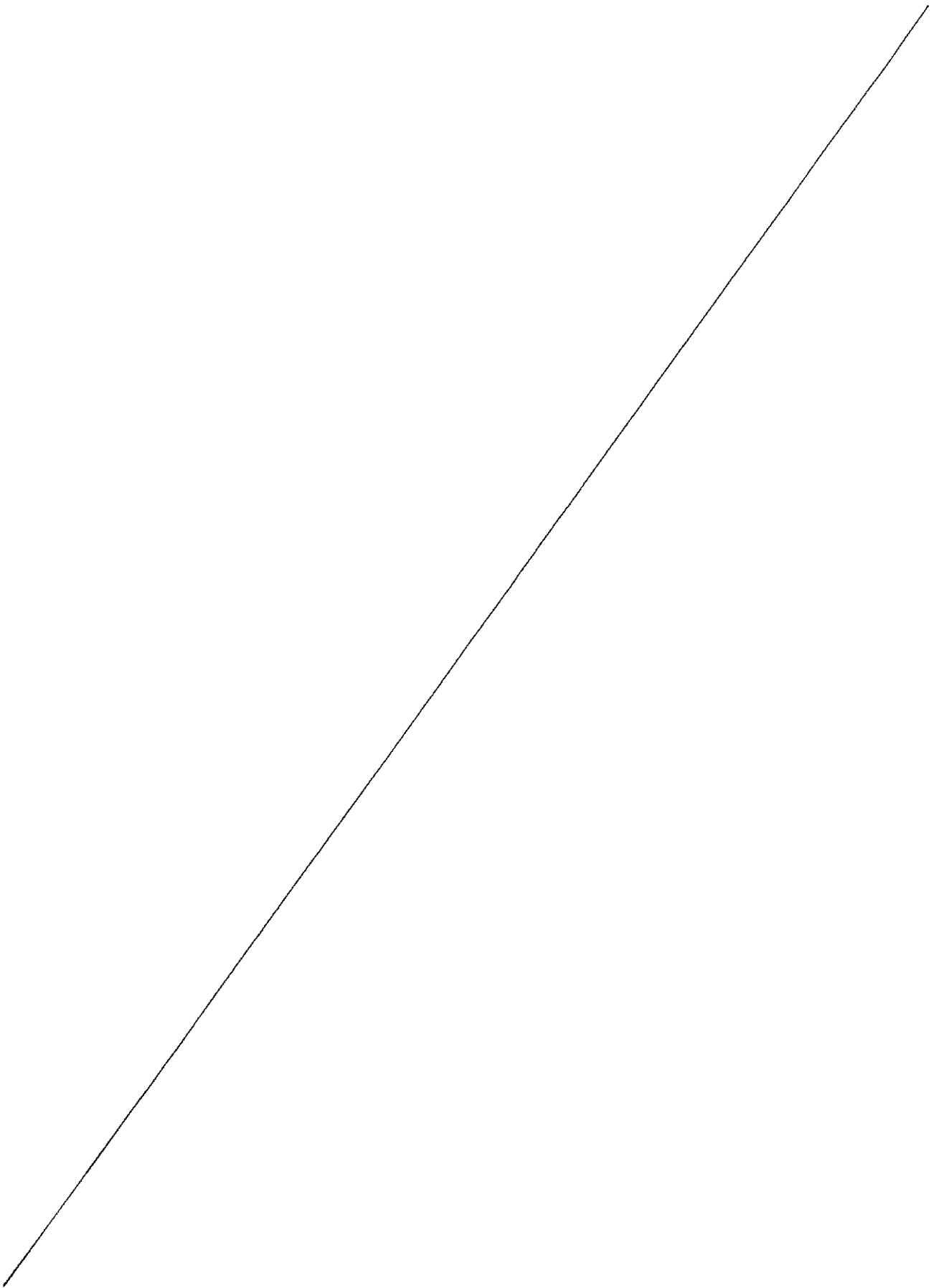
Si producono i seguenti documenti:

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

V. l'istanza comune cui sensi dell'art. 2501 sexies, IV e VII comma c.c., si vollero per esperti lo società - PwKerTilly ~~Spa~~ S.p.A. ed

Stampato da: SORESINA GHERARDO Emesso Da: ARUBAPEC S.P.A. NG CA 3 Sealid: 6ba85599b6c1575763f808027024167





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

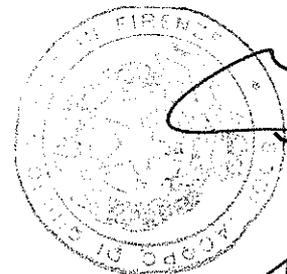
Avv. Gherardo Soresina

Avv. Pietro Chelazzi

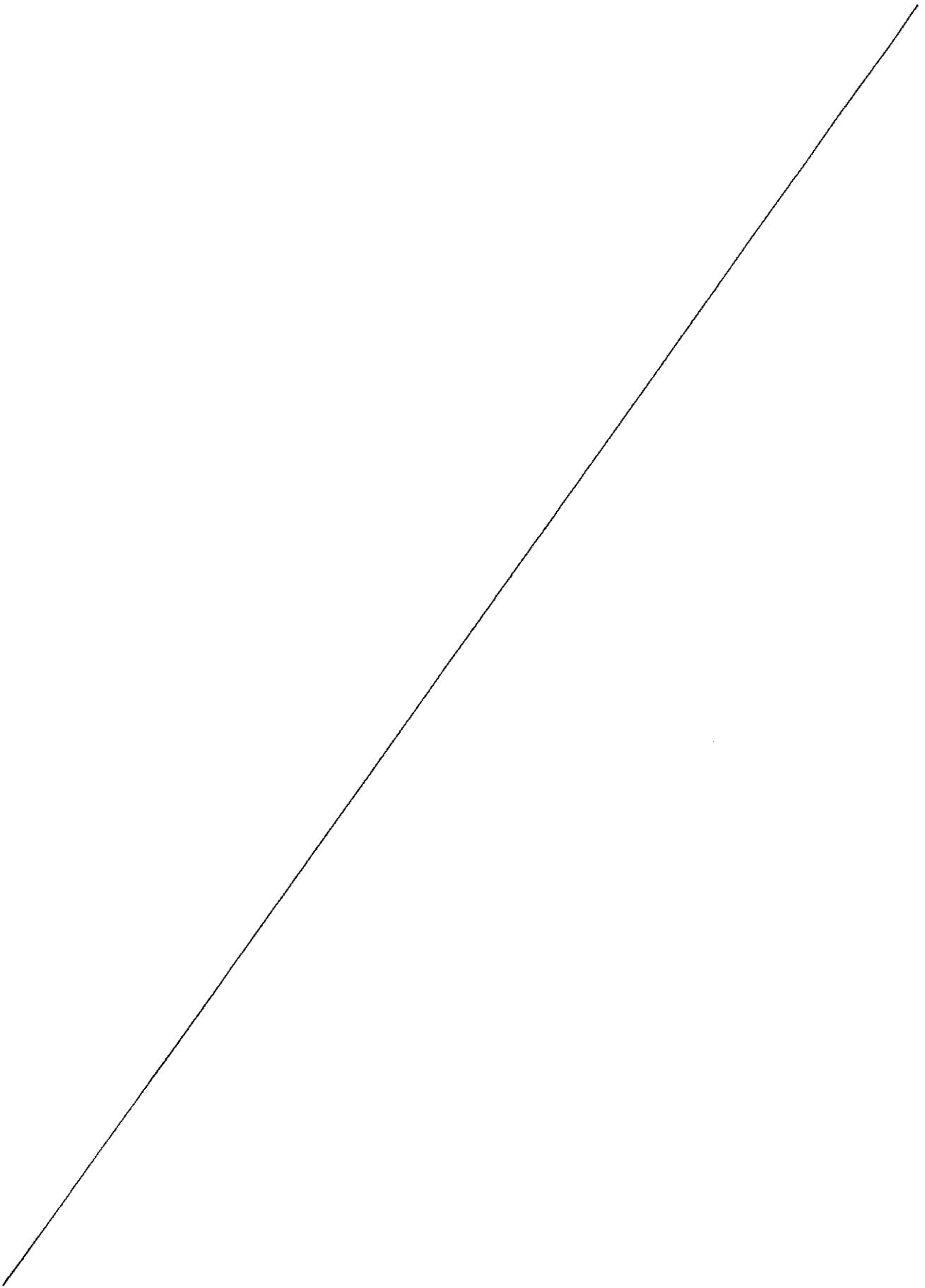
il Dott. Leopoldo Conti dell'ODEC  
di Firenze.  
in comunicazione con ufficio  
Fl, 24.5.2022



*[Handwritten signature]*



Numero Da: SORESINA GHERARDO Emissione Da: ARUBA SPA S.P.A. RG CA 3 SerieM: 5e855585bc1575753930027024197



**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.

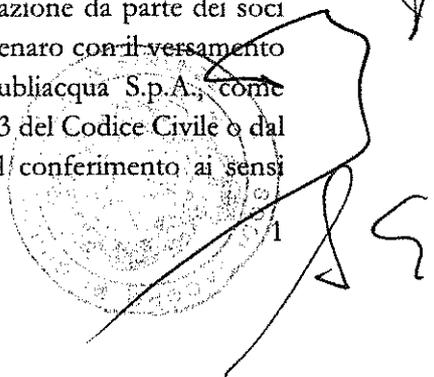
**Premesse**

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 Publiacqua 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 Publiacqua 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 Publiacqua 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



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**

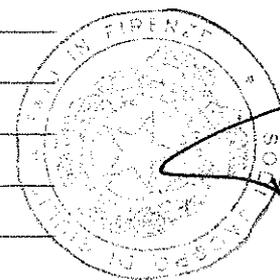
La Società Incorporante, a servizio della Fusione, realizzerà un aumento del proprio capitale sociale pari ad Euro 225.848.513,00 e, per effetto del successivo annullamento delle azioni detenute direttamente da Publiservizi e Consiag in Alia pari a Euro 19.942.994,00, il capitale sociale verrà incrementato 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
<b>Totale</b>	<b>100,00%</b>	<b>299.905.519</b>

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.

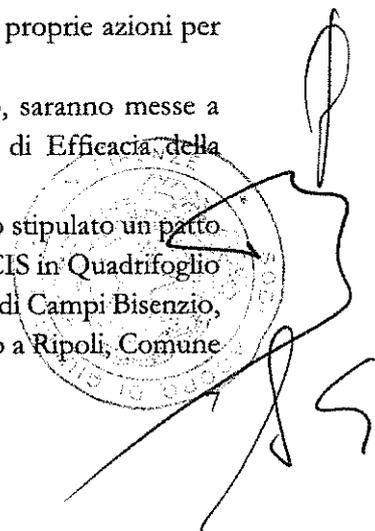
Le azioni di Alia detenute da Publiservizi e Consiag saranno annullate contestualmente alla Fusione per un valore complessivo di Euro 19.942.994,00.

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



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.

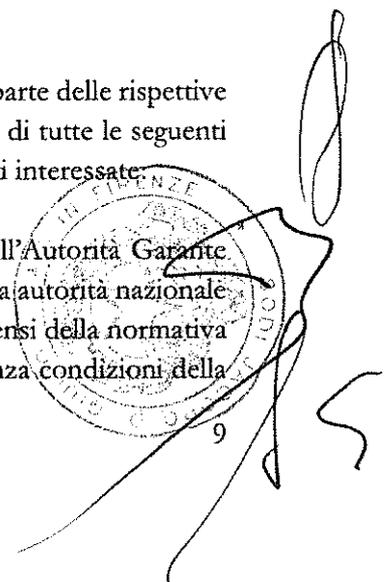
Il valore di liquidazione delle azioni di Alia e delle Società Incorporande per le quali sarà esercitato il diritto di recesso sarà determinato dagli organi amministrativi delle società partecipanti alla Fusione con applicazione del criterio previsto dall'art. 2437-ter del Codice Civile, e sarà reso 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.**

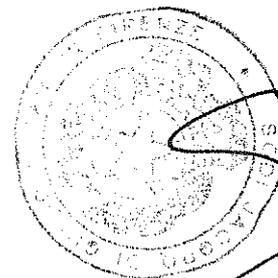
Firmato digitalmente da: FAGGI SIMONE  
Data: 29/04/2022 13:53:49

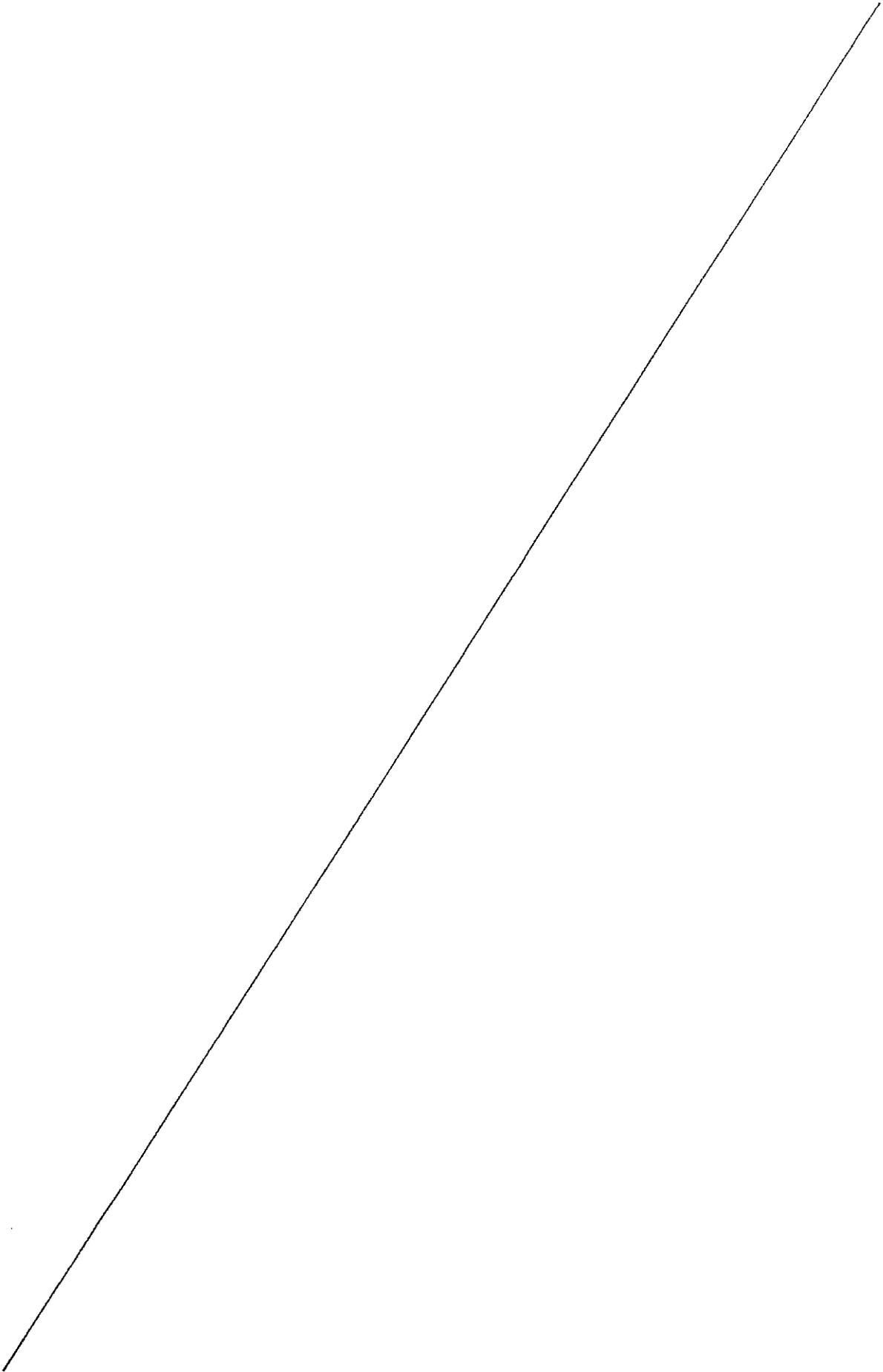
\_\_\_\_\_  
(Amministratore Unico)

**per Publiservizi S.p.A.**

BALDASSARRI MARCO  
29.

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

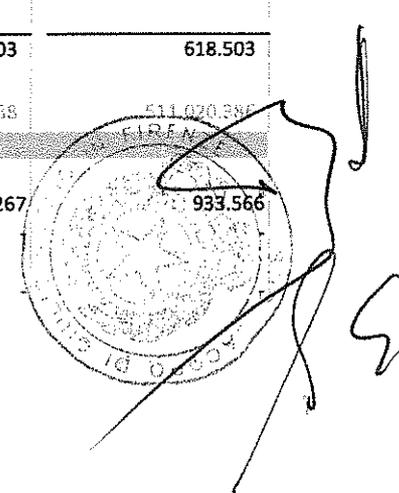


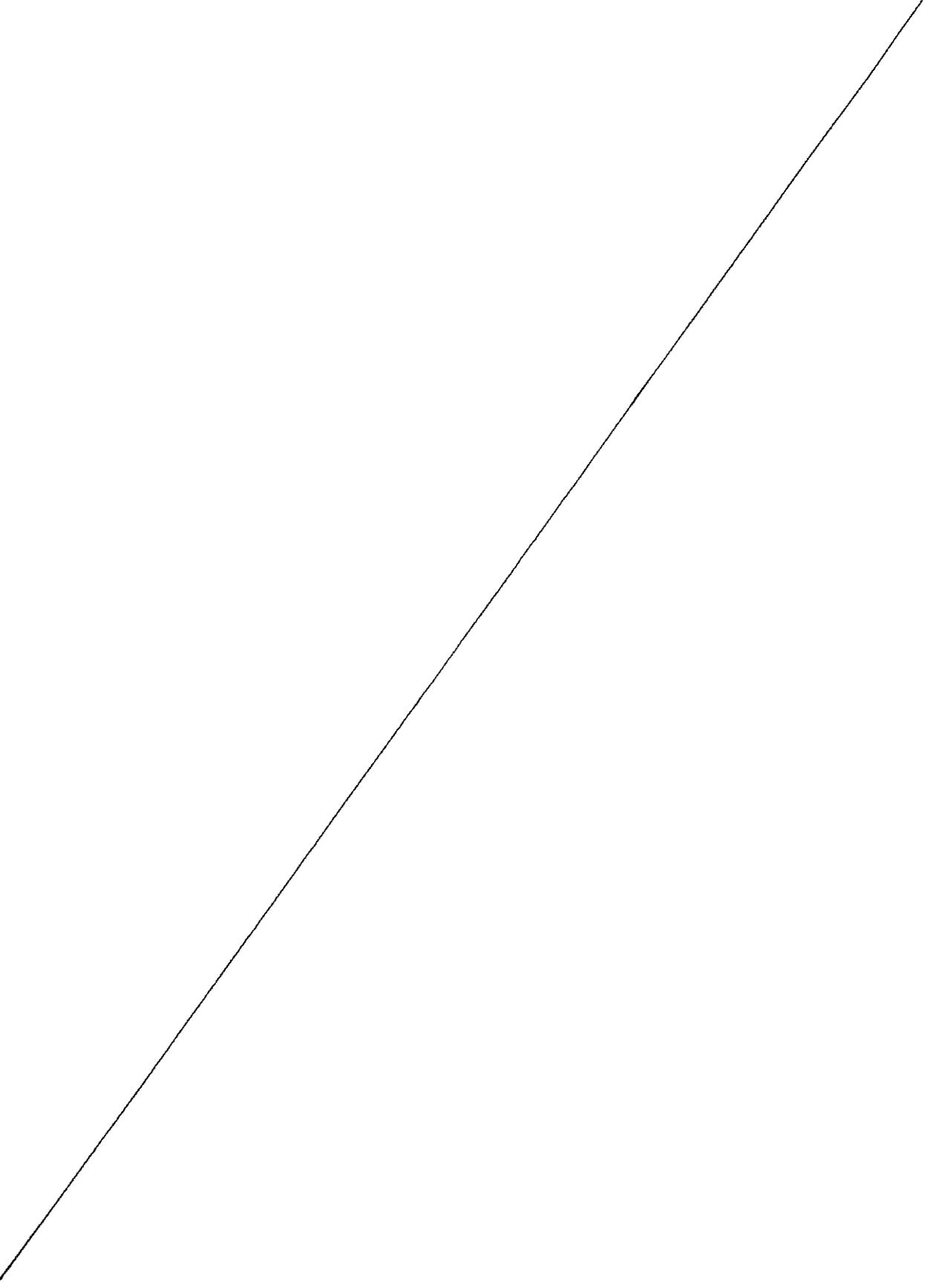


Report al 30/06/2022

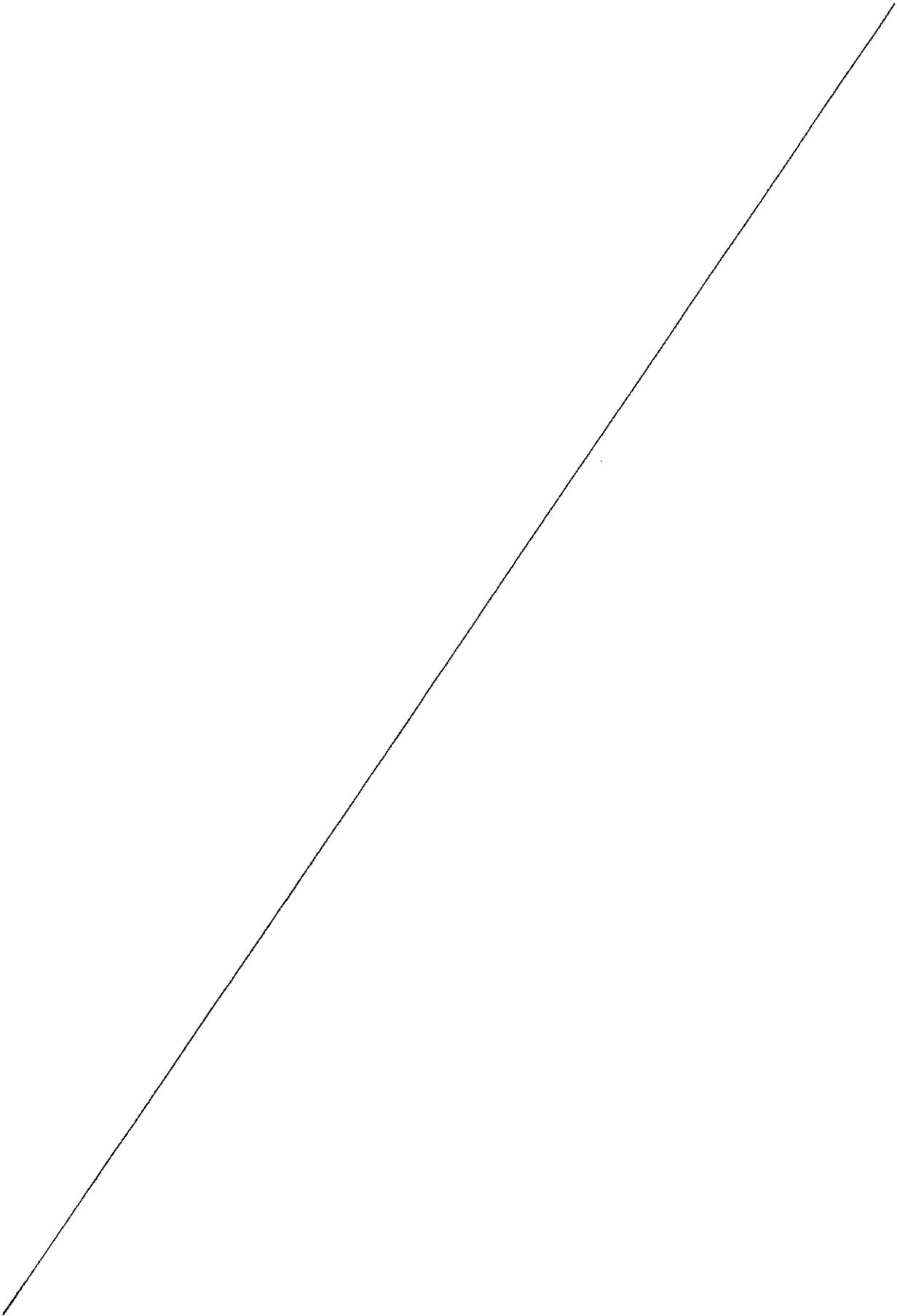
Sede in VIA VILLAMAGNA 90/C - 50126 FIRENZE (FI) Capitale sociale Euro 150.280.056,72 i.v.

Stato patrimoniale attivo	30/06/2022	31/12/2021
<b>A) Crediti verso soci per versamenti ancora dovuti (di cui già richiamati)</b>		
<b>B) Immobilizzazioni</b>		
I. Immateriali		
1) Costi di impianto e di ampliamento		
2) Costi di ricerca, di sviluppo e di pubblicità		
3) Diritti di brevetto industriale e di utilizzo di opere dell'ingegno	7.930.525	9.753.496
4) Concessioni, licenze, marchi e diritti simili	6.757.208	-
5) Avviamento	-	-
6) Immobilizzazioni in corso e acconti	40.606.653	50.750.662
7) Altre	262.823.061	285.671.770
	<b>318.117.447</b>	<b>346.175.928</b>
II. Materiali		
1) Terreni e fabbricati	8.767.855	9.234.249
2) Impianti e macchinari	72.879.979	82.649.081
3) Attrezzature industriali e commerciali	2.773.166	2.883.610
4) Altri beni	42.680.570	31.963.716
5) Immobilizzazioni in corso e acconti	36.762.268	37.495.299
	<b>163.863.838</b>	<b>164.225.955</b>
III. Finanziarie		
1) Partecipazioni in:		
a) imprese controllate	-	-
b) imprese collegate	494.048	494.048
c) imprese controllanti	-	-
d) imprese sottoposte al controllo delle controllanti	-	-
d-bis) altre imprese	124.455	124.455
	<b>618.503</b>	<b>618.503</b>
2) Crediti		
a) verso imprese controllate	-	-
b) verso imprese collegate	-	-
c) verso controllanti	-	-
d) verso imprese sottoposte al controllo delle controllanti	-	-
d-bis) verso altri	-	-
3) Altri titoli		
4) Strumenti finanziari derivati attivi (valore nominale complessivo)		
	<b>618.503</b>	<b>618.503</b>
Totale immobilizzazioni	482.599.788	511.020.886
<b>C) Attivo circolante</b>		
I. Rimanenze		
1) Materie prime, sussidiarie e di consumo	1.072.267	933.566
2) Prodotti in corso di lavorazione e semilavorati		
3) Lavori in corso su ordinazione		

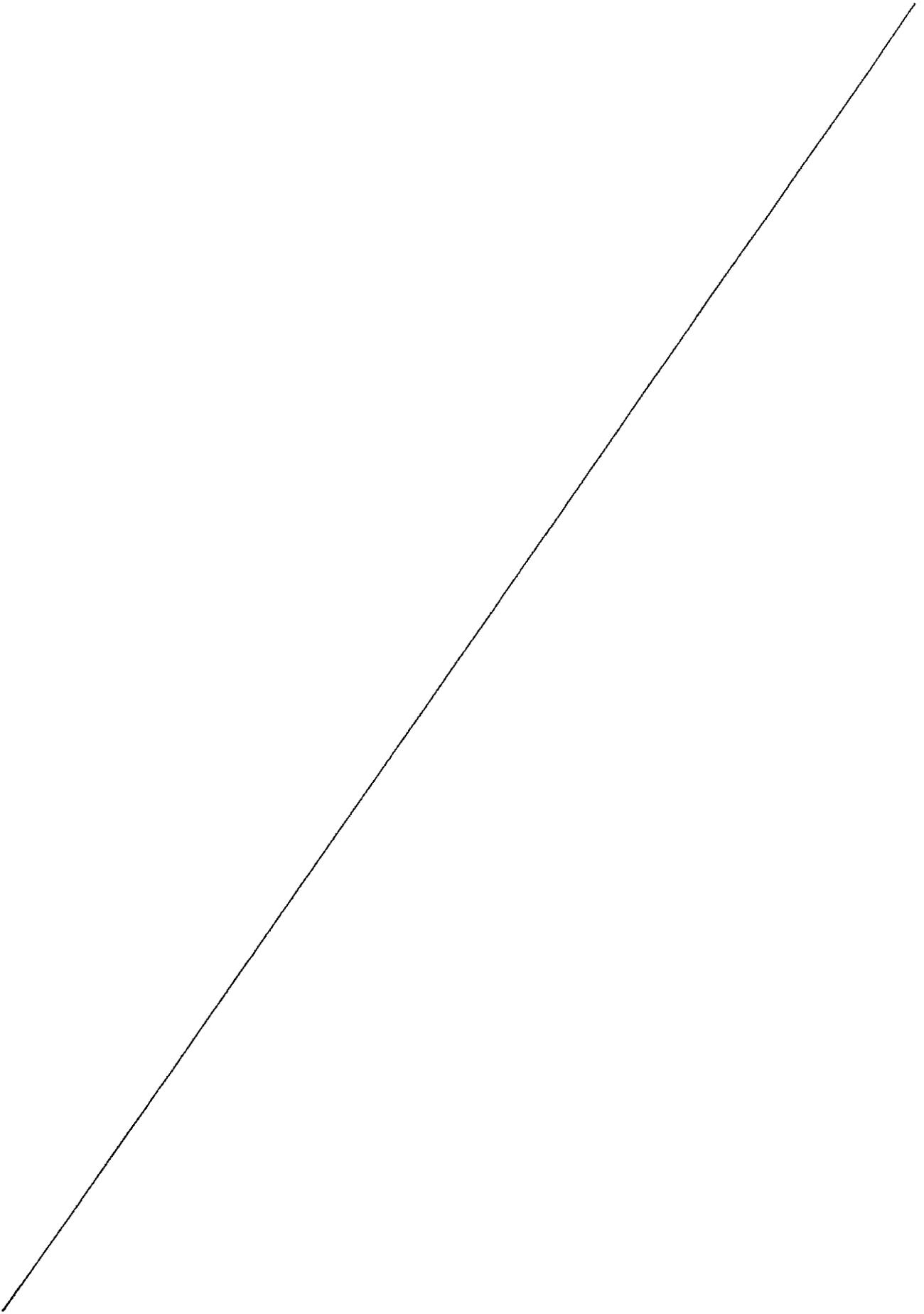




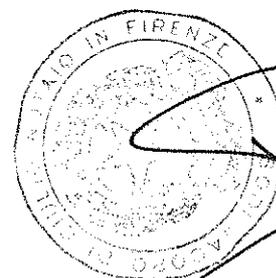
4) Prodotti finiti e merci		6.510	6.510
5) Acconti		-	-
		<b>1.078.777</b>	<b>940.076</b>
II. Crediti			
1) Verso clienti			
- entro 12 mesi	73.327.738		
- oltre 12 mesi	65.648.180		
		<b>138.975.918</b>	<b>140.438.821</b>
2) Verso imprese controllate			
3) Verso imprese collegate			
- entro 12 mesi	498.212		
- oltre 12 mesi	-		
		<b>498.212</b>	<b>411.519</b>
4) Verso controllanti			
5) verso imprese sottoposte al controllo delle controllanti			
5-bis) Per crediti tributari			
- entro 12 mesi	497.489		
- oltre 12 mesi	-		
		<b>497.489</b>	<b>1.571.927</b>
5-ter) Per imposte anticipate			
- entro 12 mesi	10.444.240		
- oltre 12 mesi	-		
		<b>10.444.240</b>	<b>10.531.928</b>
5-quater) Verso altri			
- entro 12 mesi	23.526.219		
- oltre 12 mesi	-		
		<b>23.526.219</b>	<b>27.180.782</b>
		<b>173.942.076</b>	<b>180.134.977</b>
III. Attività finanziarie che non costituiscono immobilizzazioni			
1) Partecipazioni in imprese controllate		-	-
2) Partecipazioni in imprese collegate		-	-
3) Partecipazioni in imprese controllanti		-	-
3-bis) Partecipazioni in imprese sottoposte al controllo delle controllanti		-	-
4) Altre partecipazioni		-	-
5) Strumenti finanziari derivati attivi (valore nominale complessivo )		-	-
6) Altri titoli		-	-
		-	-
IV. Disponibilità liquide			
1) Depositi bancari e postali		32.956.990	36.387.893
2) Assegni		-	-
3) Denaro e valori in cassa		41.741	31.697
		<b>32.998.732</b>	<b>36.419.590</b>
Totale attivo circolante		202.019.584	217.494.643
<b>Differenziali</b>			
- disaggio su prestiti		-	-
- vari		378.416	1.104.063
		<b>378.416</b>	<b>1.104.063</b>
- arrotondamenti		-	-
Totale attivo		690.997.788	729.619.092



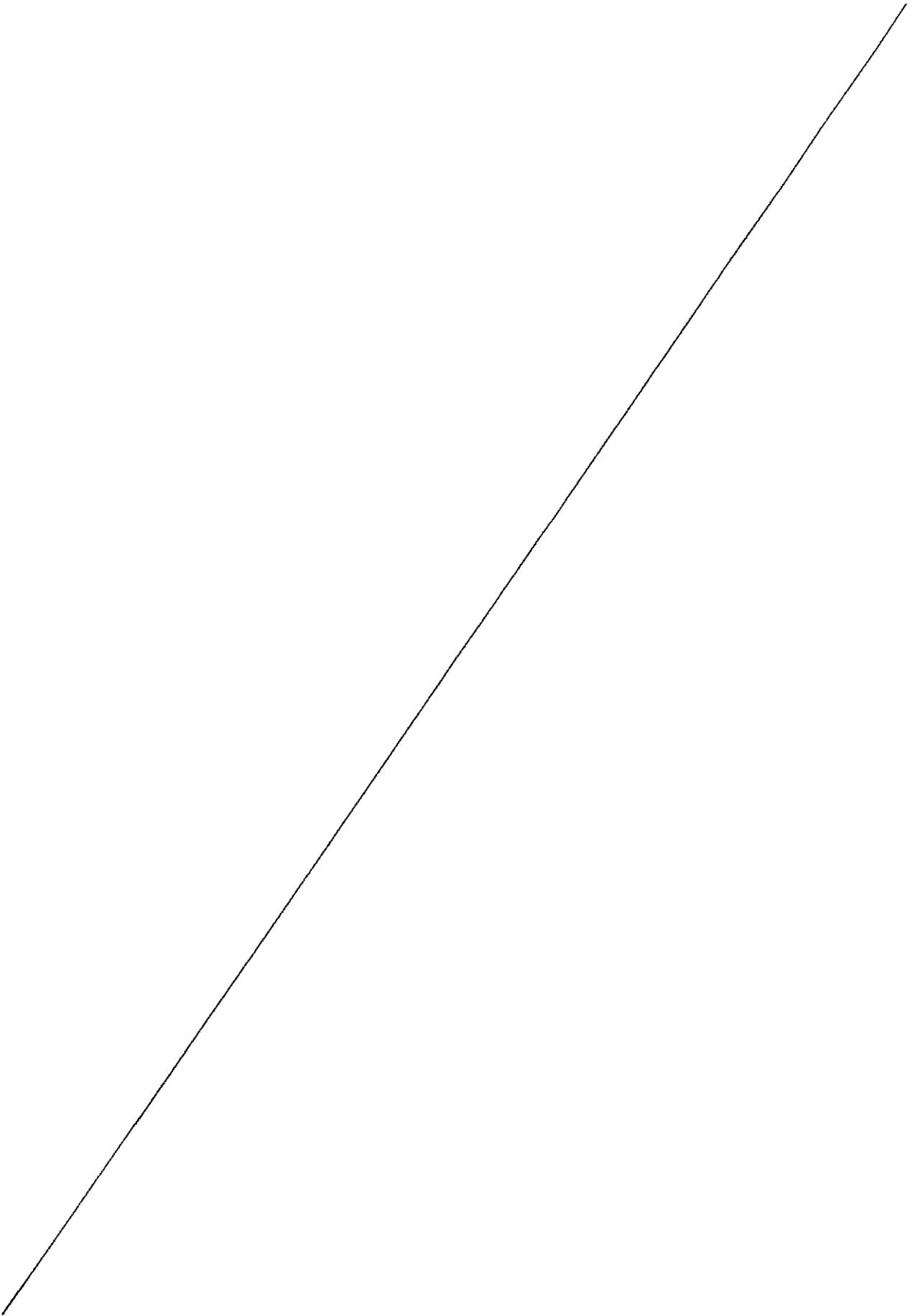
Stato patrimoniale passivo		30/06/2022	31/12/2021
<b>A) Patrimonio netto</b>			
I. Capitale		150.280.057	150.280.057
II. Riserva da sovrapprezzo delle azioni		22.134	22.134
III. Riserva di rivalutazione		-	-
IV. Riserva legale		17.717.225	16.947.751
V. Riserve statutarie		-	-
VI. Altre riserve distintamente indicate			
Riserva straordinaria	29.080.146		22.460.124
Riserva a fronte di oneri capitalizz. (art.2426.5 cc)	-		-
Riserva per conversione/arrotondamento in EURO	149		149
Arrotondamenti	-		-
		29.080.295	22.460.273
VII. Riserva per operazioni di copertura dei flussi finanziari attesi		-	-
VIII. Utili (perdite) portati a nuovo		76.774.581	76.774.581
IX. Utile d'esercizio		15.173.174	15.389.496
IX. Perdita d'esercizio		-	-
X. Riserva negativa per azioni proprie in portafoglio		-	-
Totale patrimonio netto		289.047.466	281.874.292
<b>B) Fondi per rischi e oneri</b>			
1) Fondi di trattamento di quiescenza e obblighi simili		-	-
2) Fondi per imposte, anche differite		15.365	15.365
3) Strumenti finanziari derivati passivi		-	-
4) Altri		11.741.604	11.679.612
Totale fondi per rischi e oneri		11.756.969	11.694.977
<b>C) Trattamento fine rapporto di lavoro subordinato</b>			
		4.967.773	4.934.051
<b>D) Debiti</b>			
1) Obbligazioni		-	-
2) Obbligazioni convertibili		-	-
3) Debiti verso soci per finanziamenti		-	-
4) Debiti verso banche			
- entro 12 mesi	81.096.000		55.984.000
- oltre 12 mesi	133.332.584		171.240.530
		214.428.584	227.224.530
5) Debiti verso altri finanziatori			
6) Acconti			
- entro 12 mesi	-		29.523.254
- oltre 12 mesi	26.645.732		29.523.254
		26.645.732	29.523.254



7) Debiti verso fornitori			
- entro 12 mesi	47.467.919		61.451.624
- oltre 12 mesi	-		-
		47.467.919	61.451.624
8) Debiti rappresentati da titoli di credito		-	-
9) Debiti verso imprese controllate		-	-
10) Debiti verso imprese collegate			
- entro 12 mesi	6.728.825		9.320.352
- oltre 12 mesi	-		-
		6.728.825	9.320.352
11) Debiti verso controllanti		-	-
11-bis) Debiti verso imprese sottoposte al controllo delle controllanti		-	-
12) Debiti tributari			
- entro 12 mesi	6.837.703		1.918.235
- oltre 12 mesi	-		-
		6.837.703	1.918.235
13) Debiti verso istituti di previdenza e di sicurezza sociale			
- entro 12 mesi	949.205		1.988.487
- oltre 12 mesi	-		-
		949.205	1.988.487
14) Altri debiti			
- entro 12 mesi	21.805.236		34.242.121
- oltre 12 mesi	-		-
		21.805.236	34.242.121
Totale debiti		324.863.205	365.668.603
<b>Attività e risconti</b>			
- aggio sui prestiti	-		-
- vari	60.362.376		65.447.158
		60.362.376	65.447.158
Totale passivo		690.997.788	729.619.092

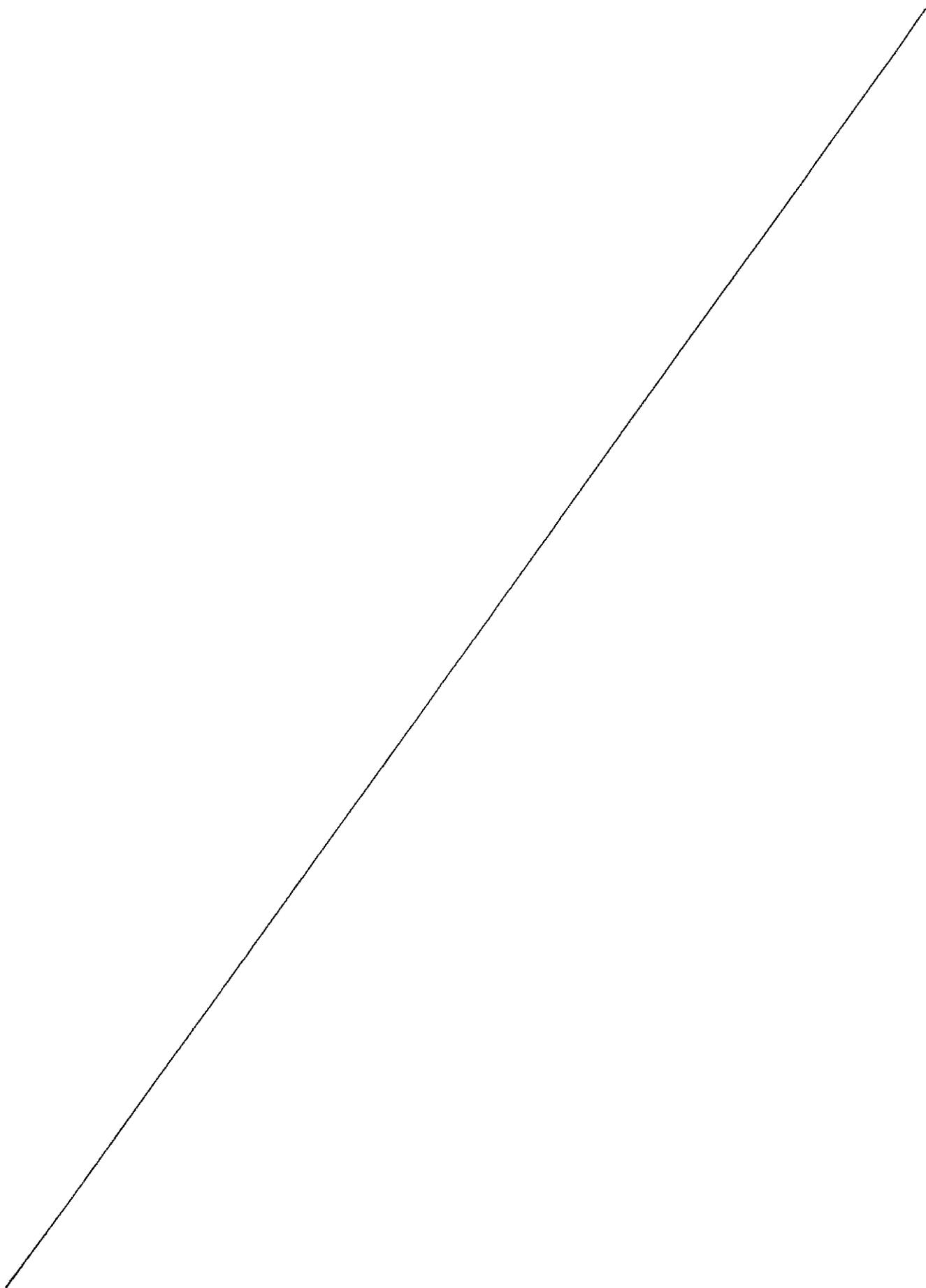


Handwritten signature and scribble over the stamp.

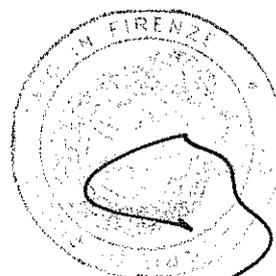


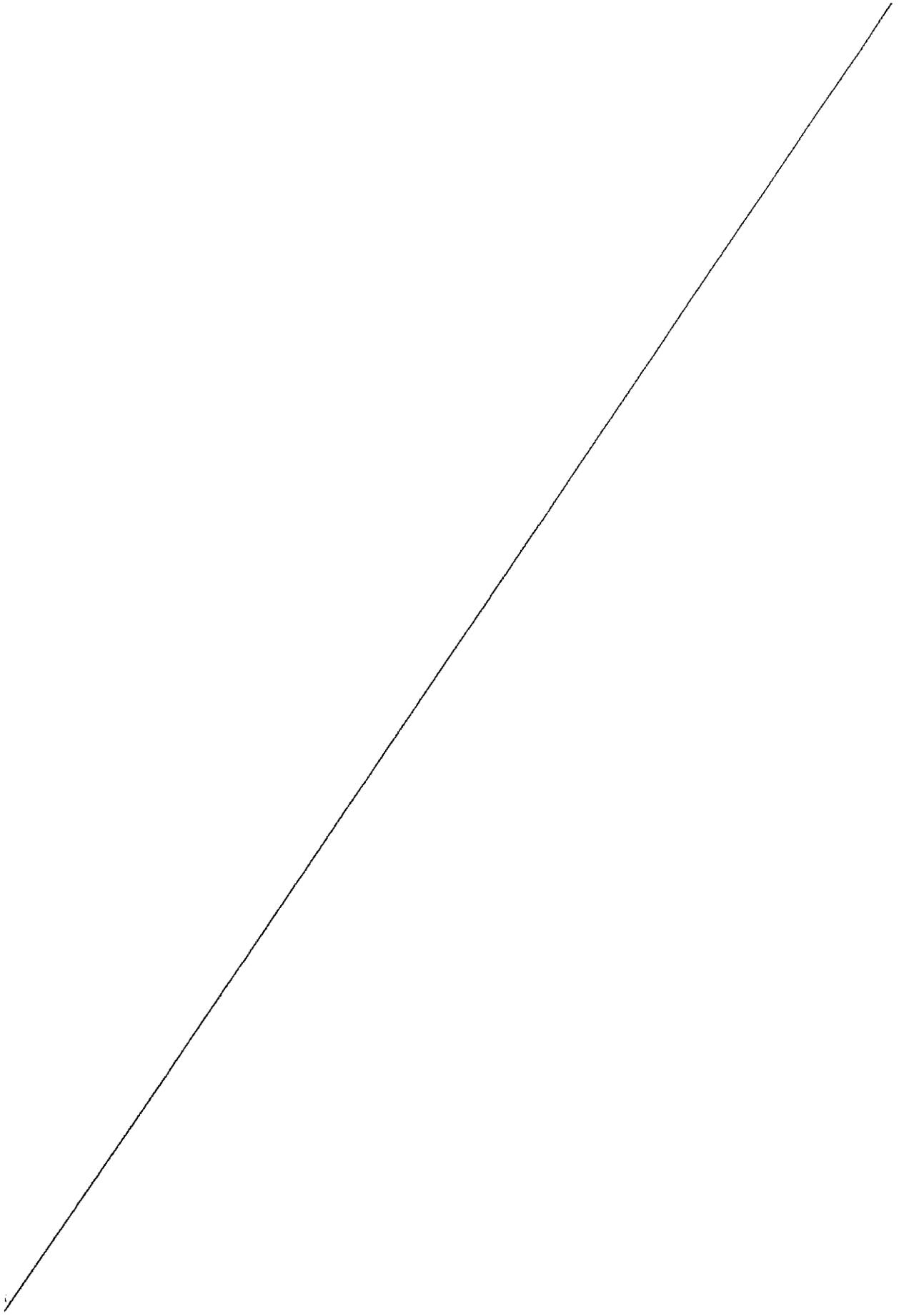
Conto economico		30/06/2022	31/12/2021
<b>A) Valore della produzione</b>			
1) Ricavi delle vendite e delle prestazioni		124.526.861	245.972.056
2) Variazione delle rimanenze di prodotti in lavorazione, semilavorati e finiti		-	-
3) Variazioni dei lavori in corso su ordinazione		-	-
4) Incrementi di immobilizzazioni per lavori interni		4.379.779	10.543.601
5) Altri ricavi e proventi:			
- vari	3.771.688		7.424.975
- contributi in conto esercizio	-		92.777
- contributi in conto capitale (quote esercizio)	6.076.544		9.008.420
		9.848.233	16.526.173
Totale valore della produzione		138.754.872	273.041.830
<b>B) Costi della produzione</b>			
6) Per materie prime, sussidiarie, di consumo e di merci		4.236.112	10.318.521
7) Per servizi		28.272.030	56.159.706
8) Per godimento di beni di terzi		1.498.485	35.708.005
9) Per il personale			
a) Salari e stipendi	16.266.376		22.742.259
b) Oneri sociali	0		7.707.680
c) Trattamento di fine rapporto	795.198		1.590.395
d) Trattamento di quiescenza e simili	-		-
e) Altri costi	0		474.650
		17.061.573	32.514.984
10) Ammortamenti e svalutazioni			
a) Ammortamento delle immobilizzazioni immateriali	45.794.999		77.953.867
b) Ammortamento delle immobilizzazioni materiali	16.689.790		29.177.328
c) Altre svalutazioni delle immobilizzazioni	-		-
d) Svalutazioni dei crediti compresi nell'attivo circolante e delle disponibilità liquide	1.593.344		2.298.996
		64.078.134	109.430.191
11) Variazioni delle rimanenze di materie prime, sussidiarie, di consumo e merci		-	58.098
12) Accantonamento per rischi		983.708	835.628
13) Altri accantonamenti		-	-
14) Oneri diversi di gestione		4.445.617	9.948.701
Totale costi della produzione		120.433.767	254.973.834
<b>Differenza tra valore e costi di produzione (A-B)</b>		<b>18.321.105</b>	<b>18.067.996</b>
<b>C) Proventi e oneri finanziari</b>			
15) Proventi da partecipazioni:			
- da imprese controllate	-		-
- da imprese collegate	2.137.196		2.956.929
- altri	-		-
		2.137.196	2.956.929





16) Altri proventi finanziari:			
a) da crediti iscritti nelle immobilizzazioni			
- da imprese controllate	-	-	-
- da imprese collegate	-	-	-
- da controllanti	-	-	-
- altri	-	-	-
b) da titoli iscritti nelle immobilizzazioni	-	-	-
c) da titoli iscritti nell'attivo circolante	-	-	-
d) proventi diversi dai precedenti:	-	-	-
- da imprese controllate	-	-	-
- da imprese collegate	-	-	-
- da controllanti	-	-	-
- altri	414.129		946.568
		414.129	946.568
		2.551.325	3.903.497
17) Interessi e altri oneri finanziari:			
- da imprese controllate	-	-	-
- da imprese collegate	-	-	-
- da controllanti	-	-	-
- altri	537.151		1.256.563
		537.151	1.256.563
17-bis) Utili e Perdite su cambi			
Totale proventi e oneri finanziari		2.014.174	2.646.934
<b>D) Rettifiche di valore di attività finanziarie</b>			
18) Rivalutazioni:		-	-
19) Svalutazioni:		-	-
Totale rettifiche di valore di attività finanziarie			
<b>Risultato prima delle imposte (A-B±C±D±E)</b>		<b>20.335.280</b>	<b>20.714.930</b>
20) Imposte sul reddito dell'esercizio, correnti, differite e anticipate			
a) Imposte correnti	5.074.418		4.931.120
b) Imposte differite (anticipate)	87.688		394.314
c) altro	-		-
		5.162.106	5.325.434
<b>21) Utile (perdita) netto d'esercizio</b>		<b>15.173.174</b>	<b>16.389.496</b>





Reg. Imp. 05040110487  
Rea 514782



Sede in VIA VILLAMAGNA 90/C - 50126 FIRENZE (FI) Capitale sociale Euro 150.280.056,72 i.v.

## RELAZIONE SULLA GESTIONE REPORTING PACKAGE IAS AL 30/06/2022

Il periodo chiuso al 30/06/2022 riporta un utile di 14.412.941

### Struttura di governo dell'Azienda

L'attività e la struttura di Publiacqua S.p.A. sono regolate dalle norme contenute nello Statuto approvato dall'Assemblea dei Soci il 20 aprile 2000, e successivamente modificato sempre dall'Assemblea dei Soci il 6 novembre 2007 ed il 5 ottobre 2015.

Sono organi di Publiacqua:

*il Consiglio di Amministrazione*

*il Presidente ed il Vicepresidente*

*il Collegio Sindacale*

Il Consiglio di Amministrazione si compone di 8 Amministratori. Il numero dei componenti del Consiglio di Amministrazione è diretta conseguenza dell'applicazione delle disposizioni legislative emanate dalla Legge 27 dicembre 2006, n. 296 (Finanziaria 2007).

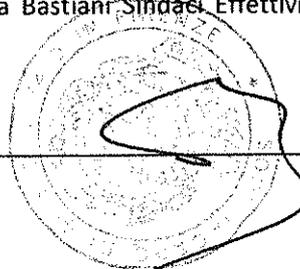
I consiglieri, eletti dall'Assemblea dei soci, sono individuati secondo i criteri indicati dall'art. 18 dello Statuto Sociale.

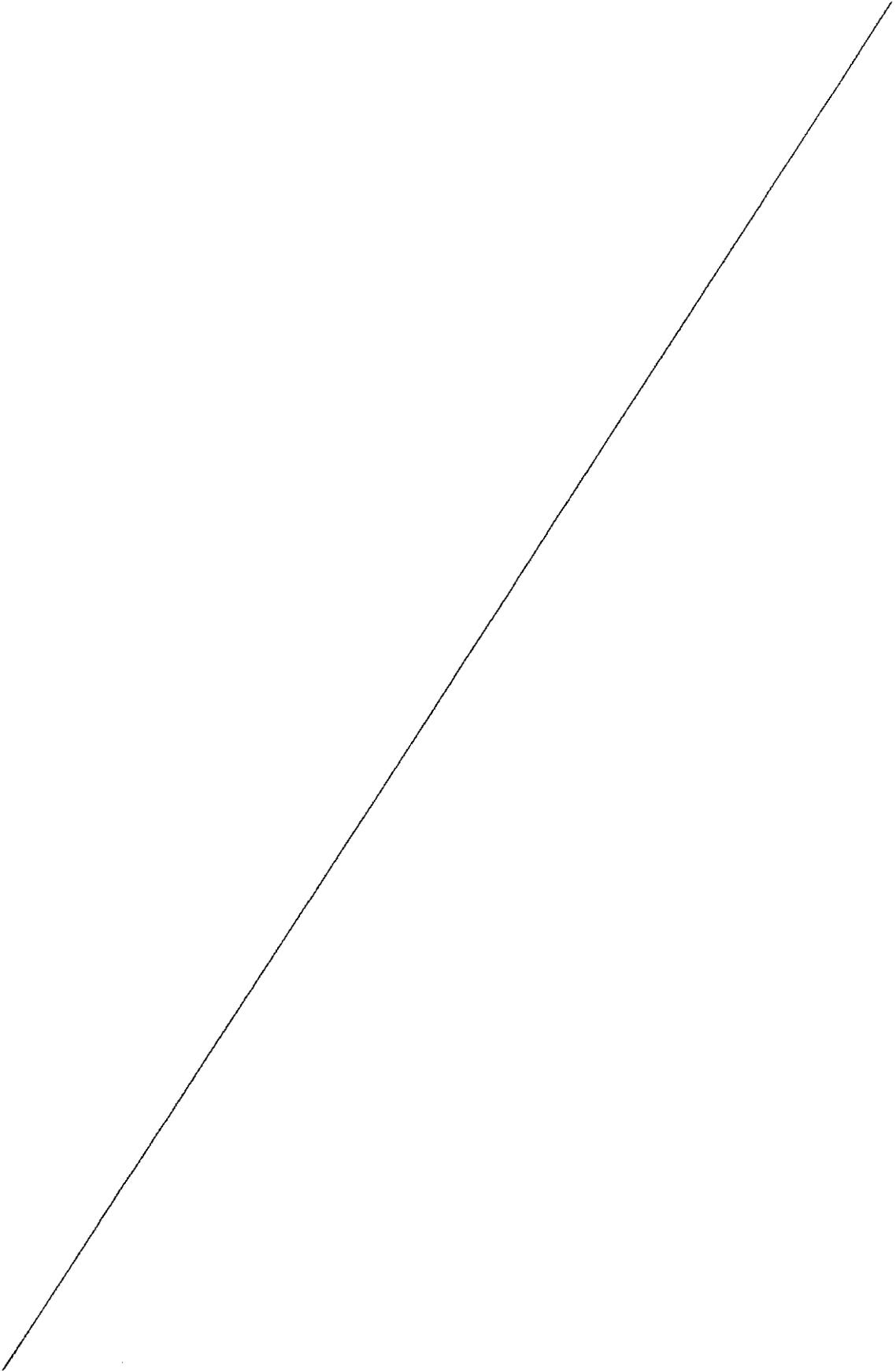
Al Consiglio di Amministrazione spetta in via esclusiva la gestione della Società. Il Consiglio di Amministrazione può delegare proprie attribuzioni a uno o più suoi componenti, determinando il contenuto, i limiti e le modalità di esercizio della delega. Gli Amministratori hanno inoltre la rappresentanza generale della Società.

Ai sensi dello Statuto, la nomina dell'Amministratore Delegato spetta al Consiglio di Amministrazione. L'Amministratore Delegato ha la rappresentanza legale della Società per quanto attiene alle parti delegate.

Il Collegio Sindacale si compone di 3 Sindaci Effettivi, fra cui è nominato il Presidente, e 2 Supplenti. Sindaci e Presidente del Collegio Sindacale sono nominati dall'Assemblea dei soci.

L'Assemblea dei Soci riunita in data 28 marzo 2019 ha provveduto a nominare Lorenzo Perra Consigliere e Presidente della Società, Simone Barni Consigliere e Vicepresidente della Società, nonché Eva Carrai, Riccardo Pieroni, Annaclaudia Bonifazi, Giuseppe Cartelli, Chiara Masini, Paolo Tolmino Sacconi Consiglieri che insieme compongono il Consiglio di Amministrazione. Per quanto riguarda il Collegio Sindacale, si è provveduto a nominare Michele Marallo Presidente, Alberto Pecori e Alessia Bastiani Sindaci Effettivi, Giuliana





Partilora e Antonio Nicosia Sindaci Supplenti. Il Consiglio di Amministrazione e il Collegio Sindacale così composti sono rimasti in carica sino all'approvazione del bilancio 2021.

In data 01 aprile 2019 il con Consiglio di Amministrazione ha provveduto a nominare l'Ing. Paolo Tolmino Sacconi Amministratore Delegato della Società attribuendogli i relativi poteri.

In data 16 dicembre 2020 sono stati nominati per cooptazione in sede di Consiglio di Amministrazione, due nuovi consiglieri ex art 2386 cc - a seguito delle dimissioni di Dott. Cartelli e Ing. Bonifazi - nelle persone dell'Ing. Menabuoni Francesca, e dell'Ing. Trolese Fabio entrambi su designazione del socio Acque Blu Fiorentine S.p.A..

Durante l'Assemblea dei soci del 29/04/2022 i soci hanno deliberato di rinviare all'assemblea successiva la nomina del Consiglio di Amministrazione e del Collegio sindacale e proceduto a nominare la nuova società di revisione su proposta motivata del Collegio. PWC

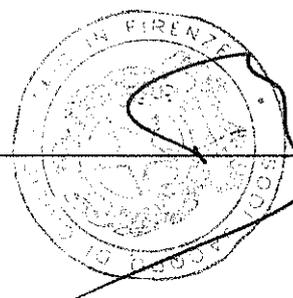
### Situazione economica, patrimoniale e finanziaria della società e andamento della gestione

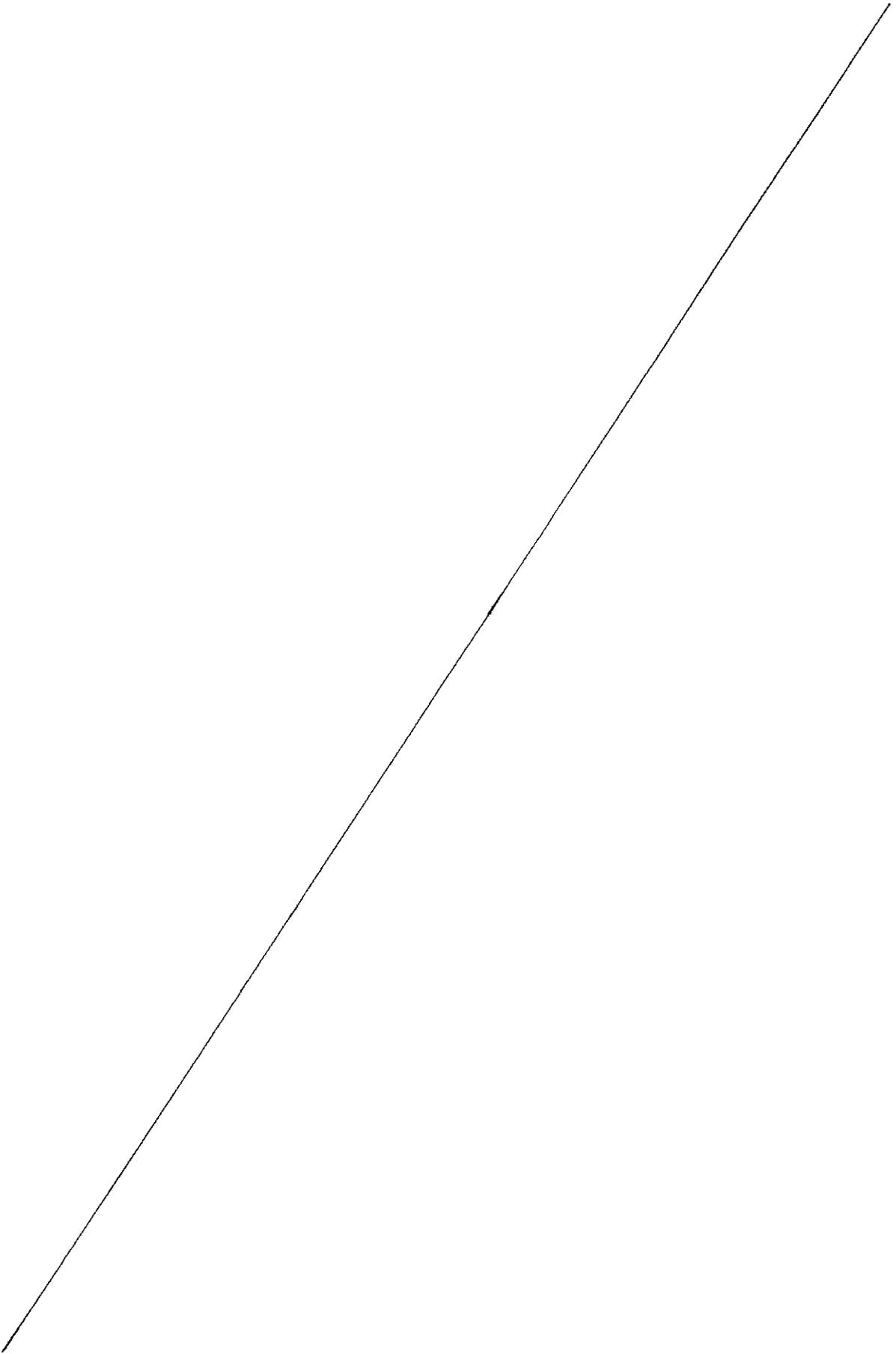
La Società svolge la propria attività nel Settore Idrico Integrato (SII), dove opera in qualità di gestore nell'ex Ambito territoriale ottimale n° 3 Medio Valdarno della Toscana, in applicazione del Decreto Legislativo n. 152 del 3 aprile 2006, norma che ha ripreso, in materia di gestione del Servizio Idrico Integrato, gran parte del disposto originariamente disciplinato dalla Legge 36/94 (cd Legge Galli).

Ai sensi dell'art. 2428 del Codice Civile si segnala che l'attività viene svolta nella sede di Firenze (via Villamagna n° 90/C) e nelle sedi secondarie di Prato – Pistoia – San Giovanni Valdarno, Borgo San Lorenzo oltre ad altre 23 sedi locali.

Sotto il profilo giuridico la società controlla direttamente oppure detiene partecipazioni delle sottoelencate società che svolgono le seguenti attività complementari e/o funzionali al core business del gruppo.

Società	Partecipazione	Controllo	Attività svolta
Ingegnerie Toscane srl	47,17%	Collegata	Progettazione di opere idrauliche ed attività ad essa connesse
Le Soluzioni Scarl	25,22%	Collegata	Gestione di servizi di contact center
Ti Forma srl	22,75%	Collegata	Servizi di formazione alle società operanti nel settore utilities
Aquaser S.r.l.	1%		Servizi complementari del ciclo idrico



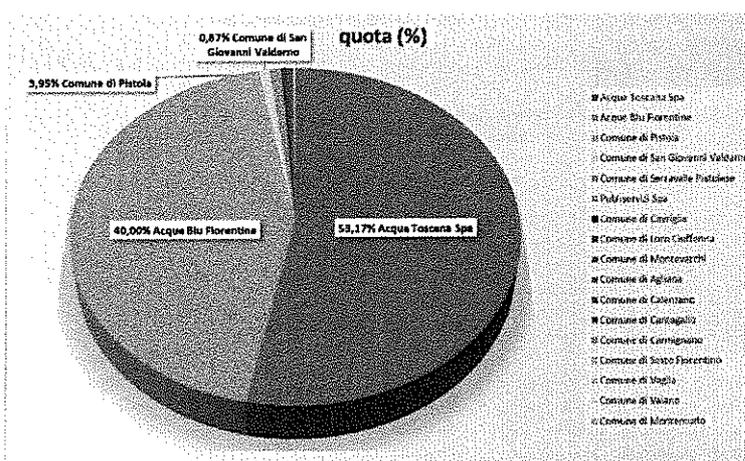


Publiacqua inoltre è socio fondatore di WERF (Fondazione Water and Right Foundation) attiva nella cooperazione internazionale in campo idrico dal 2014, a seguito del riconoscimento come Onlus. In data 23 febbraio 2021 il Consiglio di Amministrazione di Publiacqua, unico finanziatore, ha stabilito di interrompere, a decorrere dal 2021, l'erogazione del contributo ed ha autorizzato la liquidazione di WERF.

Per quanto riguarda Ti Forma S.r.l., Publiacqua, a cui partecipa insieme ad altre utilities toscane detiene una partecipazione pari al 22,75%, corrispondente ad un capitale sociale di 9.832,52 euro.

In data 18 giugno 2021 l'assemblea dei soci ha deliberato l'iscrizione nel libro soci della Società Acqua Toscana S.p.A., nella quale sono conferite le quote azionarie di 32 comuni e una parte delle quote del Comune di Montemurlo

Si riporta di seguito la nuova compagine sociale della società:



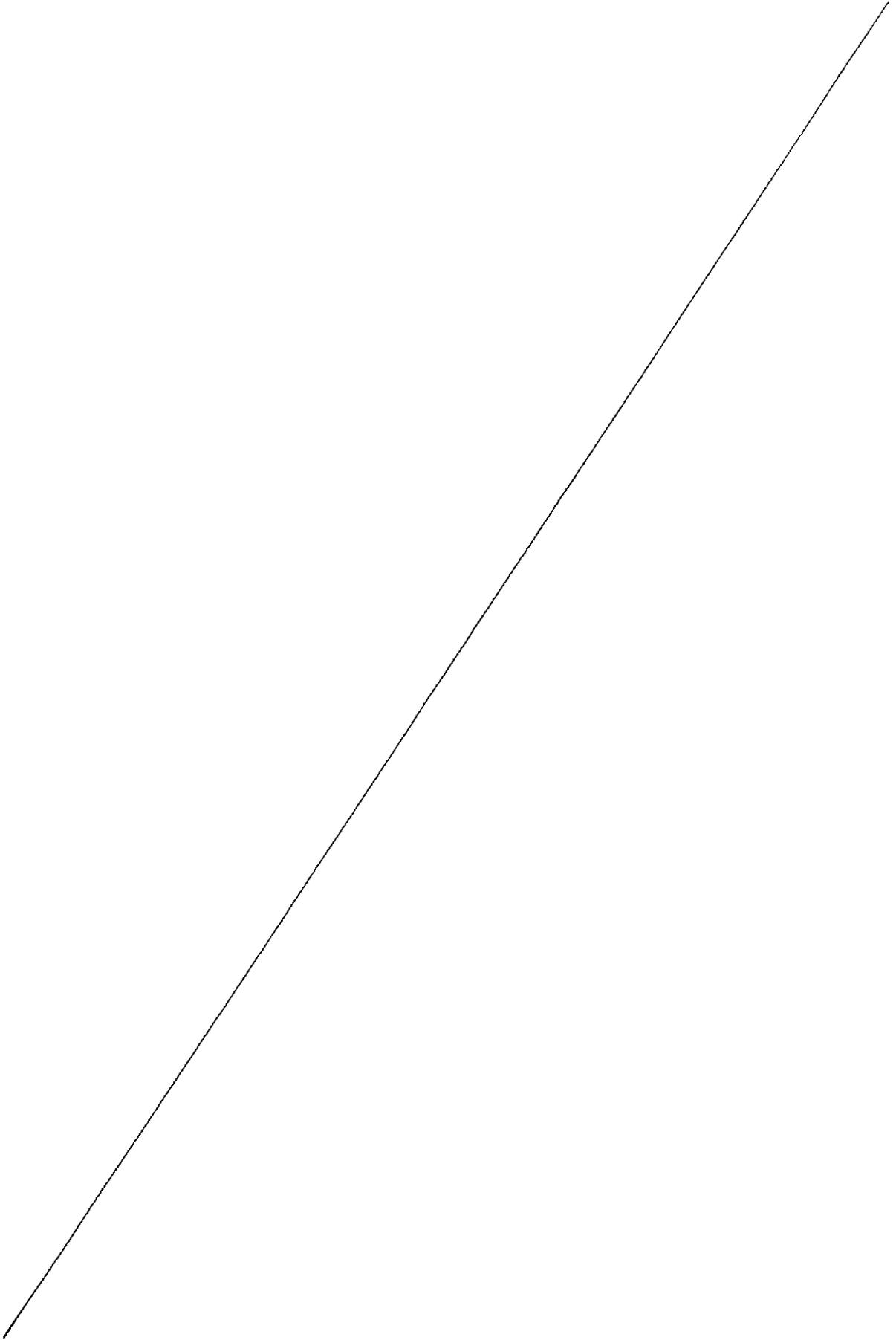
Soci	n°azioni	cap. sociale	quota (%)
Acqua Toscana Spa	15.484.752	79.901.320,32	53,17%
Acque Blu Fiorentine	11.649.617	60.112.023,72	40,00%
Comune di Pistoia	1.150.321	5.935.656,36	3,95%
Comune di San Giovanni Valdarno	251.928	1.299.948,48	0,87%
Comune di Serravalle Pistoiese	131.368	677.858,88	0,45%
Publisenzivi Spa	126.000	650.160,00	0,43%
Comune di Caviglia	110.588	570.634,08	0,38%
Comune di Loro Ciuffenna	73.627	379.915,32	0,25%
Comune di Montevarchi	17.649	91.068,84	0,06%
Comune di Agliana	17.649	91.068,84	0,06%
Comune di Calenzano	17.649	91.068,84	0,06%
Comune di Cantagallo	17.649	91.068,84	0,06%
Comune di Carmignano	17.649	91.068,84	0,06%
Comune di Sesto Fiorentino	17.649	91.068,84	0,06%
Comune di Vaglia	17.649	91.068,84	0,06%
Comune di Vaiano	17.649	91.068,84	0,06%
Comune di Montemurlo	4.649	23.988,84	0,02%
<b>Totale Soci Publiacqua al 18/06/2021</b>	<b>29.124.042</b>	<b>150.280.056,72</b>	<b>100,00%</b>

## Andamento della gestione

### Evoluzione Tariffaria e convezione

L'Autorità Idrica Toscana in data 26/06/2020 ha approvato le tariffe per il terzo periodo regolatorio (2020-2023) e ha prontamente inviato la proposta tariffaria all'ARERA. Sostanzialmente il Piano Economico Finanziario (PEF) regolatorio evidenzia un andamento





tariffario, e di conseguenza un Valore dei Ricavi Garantiti (VRG), costante nel tempo con il solo riconoscimento dell'inflazione annua.

In data 16 febbraio 2021 l'ARERA con Delibera n. 59/2021/R/idr ha approvato lo specifico schema regolatorio recante le predisposizioni tariffarie per il periodo 2020-2023 ai sensi della Deliberazione dell'Autorità 27 dicembre 2019, 580/2019/R/IDR (e il relativo Allegato A, recante "Metodo tariffario idrico 2020-2023 MTI-3

In data 31/03/2021, successivamente alla delibera ARERA 59/2021 è stata firmata con l'AIT la convezione che sancisce l'allungamento della convezione al 31/12/2024.

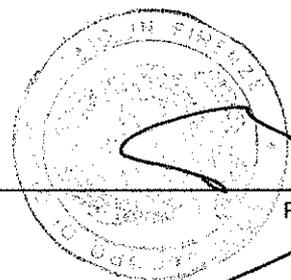
È stato avviato il processo di aggiornamento tariffario per il biennio 2022-2023, Publiacqua ha inviato tutti i dati all'AIT per l'approvazione della predisposizione tariffaria.

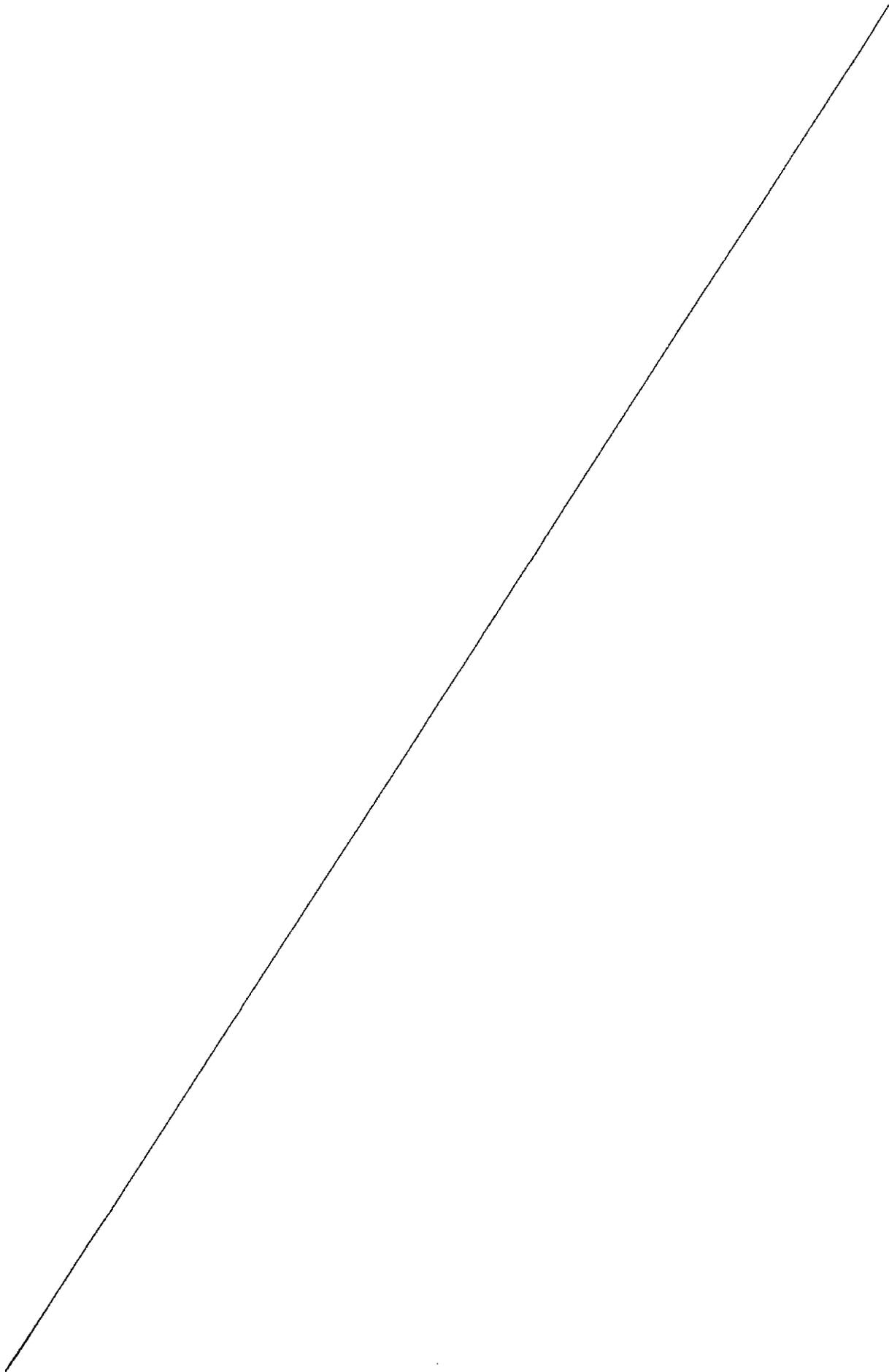
#### Evoluzione del contesto normativo

Oltre all'attività di approvazione delle tariffe relative al metodo MTI-3 l'Autorità ha approvato le seguenti deliberazioni:

- **Delibera 183/2022/R/idr:** L'autorità, a seguito della delibera n. 98/2022/R/idr, nella quale ha approvato la metodologia per le risultanze delle valutazioni previste dal meccanismo incentivante della qualità tecnica, ha emanato una delibera per l'applicazione del meccanismo incentivante (metodo TOPSIS) sui dati di qualità tecnica del biennio 2018-2019. L'ARERA ha pubblicato le graduatorie dei gestori che hanno inviato i dati ed ha conseguentemente erogato premi e penali. Per quanto riguarda Publiacqua i premi ricevuti per gli anni 2018 e 2019 sono pari a € 894.889 e per l'anno 2018 le penali sono € 5.238. ARERA ha poi presentato le risultanze del lavoro svolto per la classificazione dei gestori attraverso la metodologia TOPSIS in un convegno nazionale, che si è tenuto a Milano alla metà di giugno, nel quale è stato presentato uno strumento tecnico il cui obiettivo è quello di rendere gli utenti consapevoli della qualità del servizio idrico erogato nel proprio territorio.
- **Documento di consultazione 184/2022/R/idr:** ARERA ha indicato gli orientamenti su alcuni criteri per l'aggiornamento biennale delle predisposizioni tariffarie. In particolare, è stato recepito il decreto legge del Governo n. 21/2022 sulle misure urgenti per l'aggiornamento tariffario, in special modo la proposta delle misure selettive per il reperimento delle risorse necessarie all'anticipazione delle spese sostenute per l'acquisto di energia elettrica;
- **Delibera 229/2022/R/idr:** ARERA ha recepito le osservazioni di tutti i soggetti coinvolti ed ha emanato la delibera che ha riesaminato alcuni criteri per l'aggiornamento biennale della tariffa, in relazione ai temi di particolare attualità quale i prezzi dell'energia elettrica introducendo la possibilità per gli EGA, in collaborazione con il gestore, di presentare una istanza motivata alla CSEA, informata l'ARERA, per l'attivazione di forme di anticipazione finanziaria connesse al reperimento di risorse per far fronte a parte delle spese sostenute per l'acquisto di energia elettrica;
- **Delibera 231/2022/R/com:** L'Autorità ha voluto aggiornare le modalità di verifica dei dati di qualità contrattuale nei settori regolati (energia elettrica, gas e servizio idrico), definendo un range dimensionale dei campioni oggetto di verifica, una procedura di una prima verifica ed una ulteriore verifica nel caso in cui il gestore richieda un altro controllo.

In merito ai ricorsi si riporta quanto segue:





- **Delibera AEEGSI 643/13:** La delibera AEEGSI 643/13 è stata impugnata da Publiacqua Spa avanti al TAR Lombardia con ricorso datato 25 febbraio 2014 (RG 855/14).

La società ha presentato ricorsi per motivi aggiunti al ricorso principale, avverso la delibera 643/13, impugnando:

- le determinazioni AEEGSI n. 2/2014 e n. 3/2014, in data 23 aprile 2014;
- la delibera dell'Assemblea dell'AIT n. 6/2014, in data 23 giugno 2014;
- la delibera AEEGSI n. 402/14, in data 14 novembre 2014.

La causa è stata definita con sentenza n. 461/2022 emessa dal TAR Lombardia in data 22.02.2022 (pubblicata in data 24.02.2022).

La sentenza ha accolto i motivi di ricorso ed in particolare:

- 1) quanto alle acque bianche, ha confermato in toto l'orientamento già espresso dal Consiglio di Stato nei giudizi sulla delibera 585/2012/R/IDR, ribadendo che non vi è *"alcun obbligo per il gestore del servizio idrico integrato di svolgere le attività di gestione delle fognature bianche e di pulizia e manutenzione delle caditoie, né di farsi carico di alcuna altra attività che non sia prevista nelle attuali convenzioni e nei Piani d'ambito"*;
- 2) ha confermato l'impostazione del Consiglio di Stato anche con riguardo alle fognature miste, affermando: *"In questi casi, non essendo possibile quantificare i volumi di acqua che affluiscono alle reti fognarie dai diversi punti di immissione, e quindi disaggregare i relativi costi, risponde a canoni di razionalità economica che le tariffe coprano anche i costi derivanti dalla raccolta e dal trattamento delle acque bianche"*.
- 3) ha accolto la censura relativa agli oneri finanziari sui conguagli, confermando anche in questo caso l'impostazione del Consiglio di Stato e affermando in particolare che: *"poiché il gestore sopporta un costo oggettivo, derivante dal fatto che il livello delle tariffe inizialmente fissato – dall'ente di governo dell'ambito, nell'osservanza del metodo tariffario regolato dall'Autorità cui la tariffa viene trasmessa per l'approvazione – si rivela insufficiente a coprire i costi del servizio, il riconoscimento di questo costo finanziario non può essere disconosciuto"*. Proprio per questo, *"l'Autorità deve quindi prevedere, in sede di determinazione del conguaglio, un correttivo a copertura dell'onere finanziario sui conguagli"*.

In data 19.05.2022 ARERA ha notificato a Publiacqua l'appello della suddetta sentenza avanti al Consiglio di Stato.

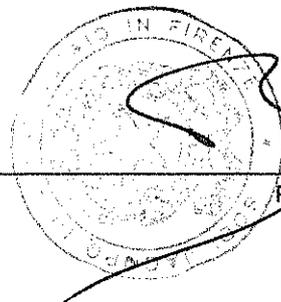
Publiacqua si costituirà in giudizio nei termini di legge.

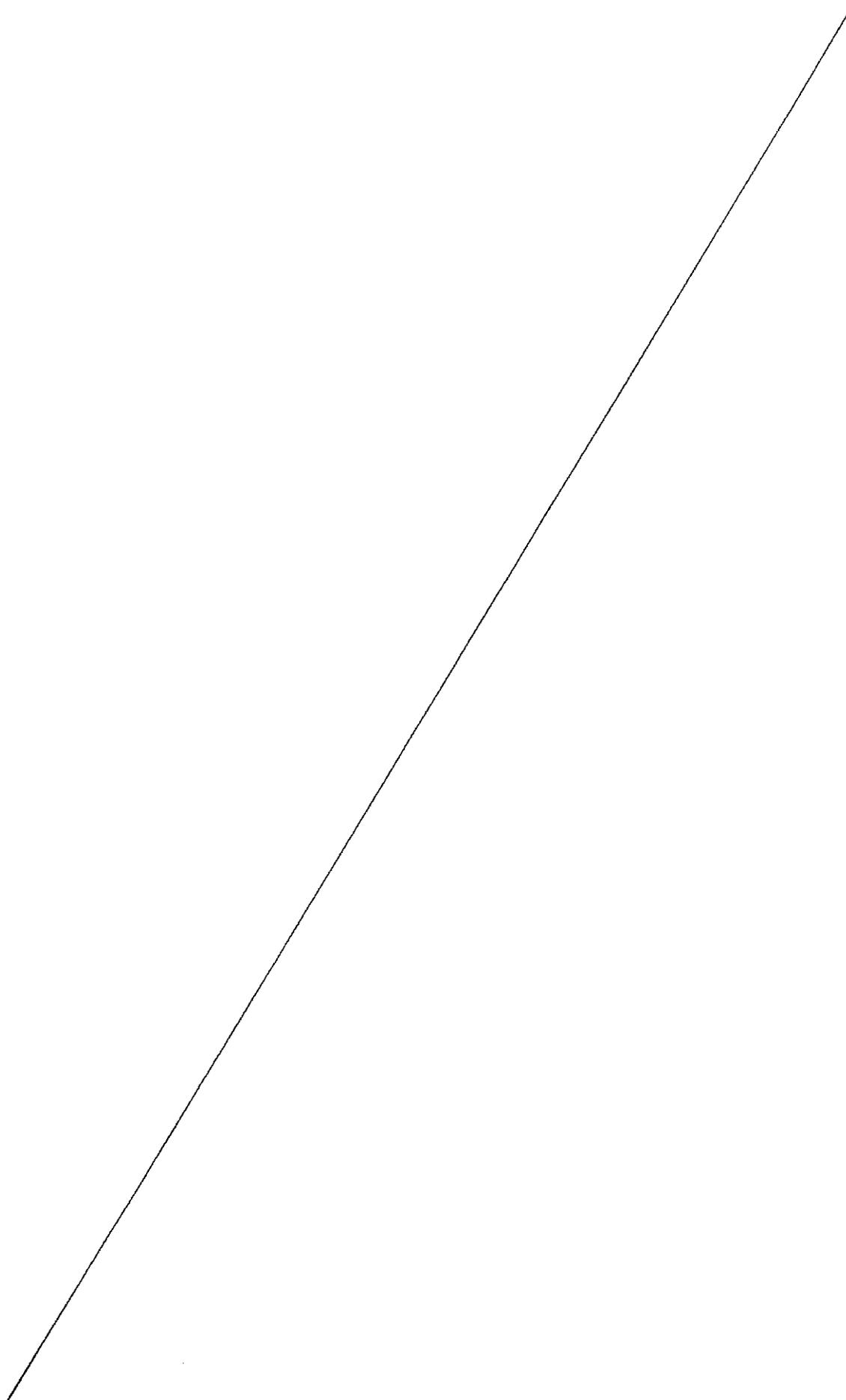
- **Delibera AEEGSI 664/15 e 665/15:** Le delibere AEEGSI 664/15 e 665/15 sono state impugnate davanti al TAR Lombardia con ricorsi entrambi datati 29 febbraio 2016.

La Società ha presentato ricorsi per motivi aggiunti al ricorso principale, avverso la delibera 665/15, impugnando:

- la deliberazione dell'Assemblea dell'Autorità Idrica Toscana n. 22 del 22 luglio 2016;
- la determina del Direttore della Direzione Sistemi Idrici dell'AEEGSI n. 5 del 6 dicembre 2016;
- la Delibera dell'Autorità di Regolazione per Energia Reti e Ambiente n. 311/2019/R/IDR del 16 luglio 2019.

La società ha presentato ricorsi per motivi aggiunti al ricorso principale, avverso la Delibera 664/15, impugnando:





- la Deliberazione dell'Autorità per l'energia elettrica, il gas e il sistema idrico n. 687/2017/R/idr del 12 ottobre 2017;
- la Deliberazione dell'Autorità per l'energia elettrica, il gas e il sistema idrico n. 918/2017/R/idr del 27 dicembre 2017.

Le cause sono tutt'ora pendenti.

- **Delibera AEEGSI 547/19 e 580/19:** Le delibere ARERA 547/19 e 580/19 sono state impugnate davanti al TAR Lombardia con ricorsi notificati in data 17 febbraio 2020 e in data 26 febbraio 2020.

La Società ha presentato ricorsi per motivi aggiunti al ricorso principale, avverso la delibera 580/19, impugnando:

- la delibera dell'Autorità di Regolazione per Energia, Reti e Ambiente (ARERA) n. 235/2020/R/IDR del 23 giugno 2020
- la deliberazione dell'Autorità Idrica Toscana n. 3/2020 del 26 giugno 2020.
- la Deliberazione dell'Autorità di Regolazione per Energia, Reti e Ambiente n. 639/2021/R/IDR del 30 dicembre 2021, avente per oggetto "Criteri per l'aggiornamento biennale (2022-2023) delle predisposizioni tariffarie del servizio idrico integrato".

Le cause sono tutt'ora pendenti.

- **Delibera ARERA 609/21:** La delibera ARERA 609/21 è stata impugnata davanti al TAR Lombardia con ricorso notificato in data 18 febbraio 2022.

La causa è tutt'ora pendente.

#### Rapporti Autorità Idrica Toscana

Nel secondo trimestre del 2022 l'attività che si è svolta con l'Autorità Idrica Toscana (AIT) ha riguardato vari aspetti della regolazione. Publiacqua ha trasmesso, nel mese di maggio, la proposta di Addendum al Regolamento Unico, con gli schemi tecnici e i prezzi per le prestazioni. Siamo in attesa di avviare un confronto con l'AIT per la definizione dei documenti presentati e la loro conseguente approvazione.

Il Consiglio Direttivo dell'AIT, nel secondo trimestre, ha approvato i seguenti decreti:

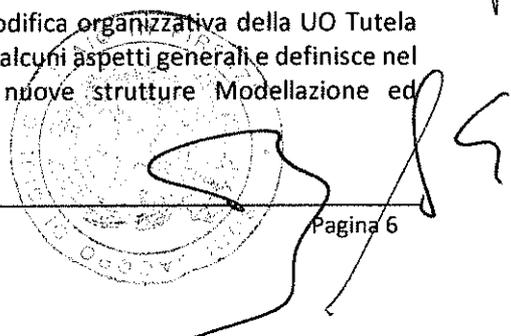
**delibera n. 6/2022** nella quale è stato aggiornato il Regolamento Unico con le novità prevista dalla delibera ARERA 609/2021/R/idr inerente all'aggiornamento della disciplina sulla misura.

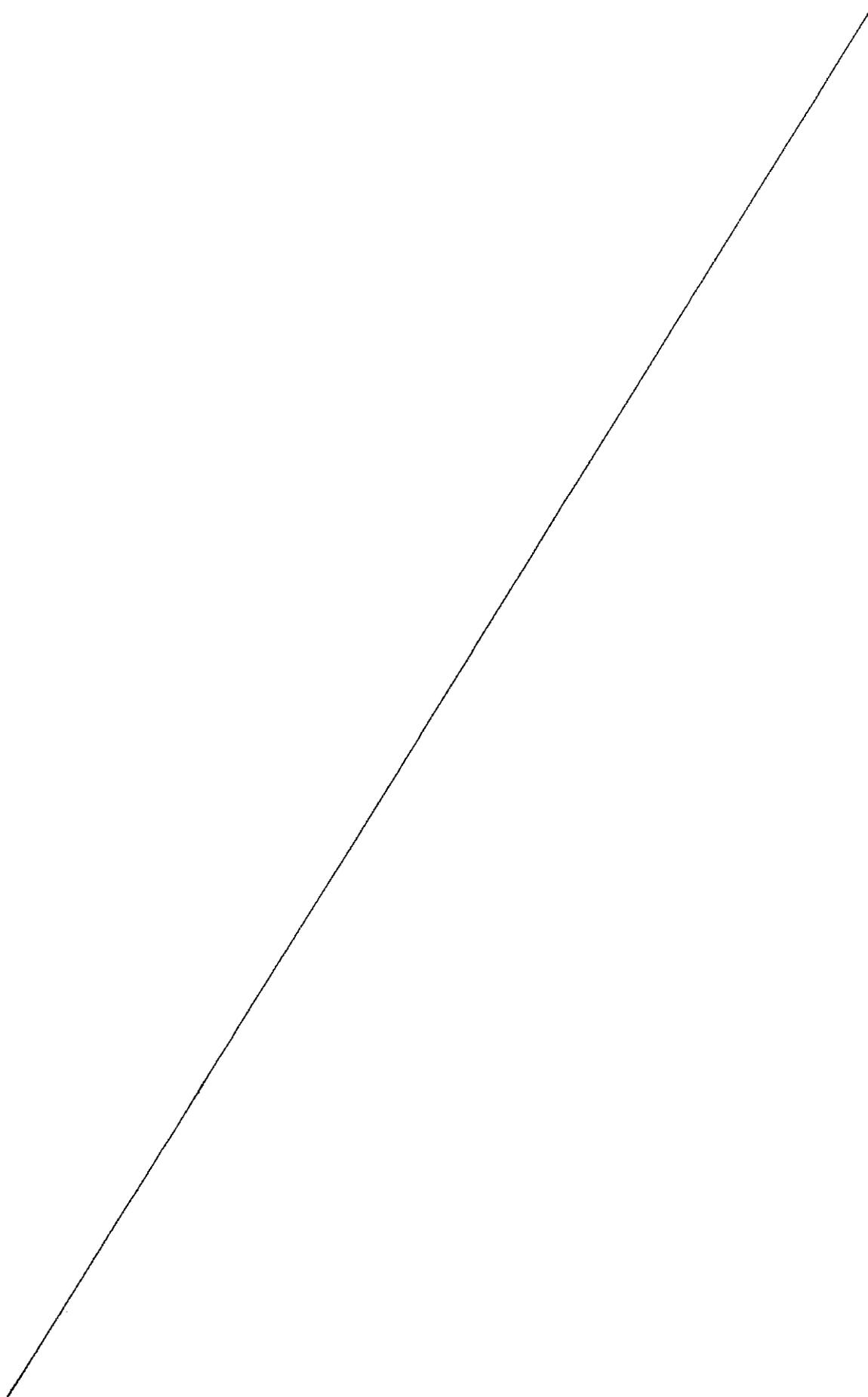
Con l'Autorità sono state portate avanti le normali attività di confronto con i gestori su vari temi, in particolare per le novità sulla qualità tecnica (registri RQTI), perdite occulte, sulla compilazione del Pdl ai fini dell'aggiornamento tariffario, sulla pubblicazione della Carta del Servizio, ecc...

#### Organizzazione

Nel primo trimestre 2022 è stata redatta e pubblicata la Comunicazione Organizzativa che apporta un'ulteriore modifica alla struttura della Tutela della Risorsa Idrica, in particolare nella distinzione di competenze tra Modellazione ed Efficientamento Idrico e Fognario. E' stato avviato lo studio per ulteriori modifiche organizzativa per la struttura Regolazione, Comunicazione e Relazioni esterne.

Nel mese di febbraio è entrata in vigore la nuova modifica organizzativa della UO Tutela della Risorsa Idrica (Com. Org. 1/2022) che perfeziona alcuni aspetti generali e definisce nel dettaglio le nuove responsabilità assegnate alle nuove strutture Modellazione ed





Efficientamento Idrico e Modellazione ed Efficientamento Fognario, oltre a disporre alcuni trasferimenti interni di personale.

Nel secondo trimestre sono state aggiornate alcune responsabilità in seno alla UO AFC e al Gruppo di Progetto PNRR (Disp. Org. 2/2022) e alle UO Impianti Depurazione e Dighe e Invasi (Disp. Org. 3/2022). In particolare, riguardo alla struttura Depurazione, sono state assegnate responsabilità specifiche per la gestione delle 3 zone territoriali definite: Prato-Pistoia; Firenze-Chianti; Mugello-Valdisieve-Valdarno.

Al fine di tutelare, valorizzare e promuovere le unicità e le specificità di ciascuno, nonché garantire la parità di trattamento di tutto il personale, sul finire del trimestre è stata inoltre introdotta la figura del Diversity Manager (Disp. Org. 4/2022).

Nel mese di giugno è stata avviata la campagna di restituzione del feedback finale in merito alla valutazione delle Performance dell'anno 2021 e contestualmente sono stati comunicati a tutti gli obiettivi per l'anno 2022. La struttura ha fornito il supporto necessario per la gestione dei flussi sul sistema Success Factors nonché quello richiesto per il chiarimento di dubbi inerenti il processo stesso.

## Formazione

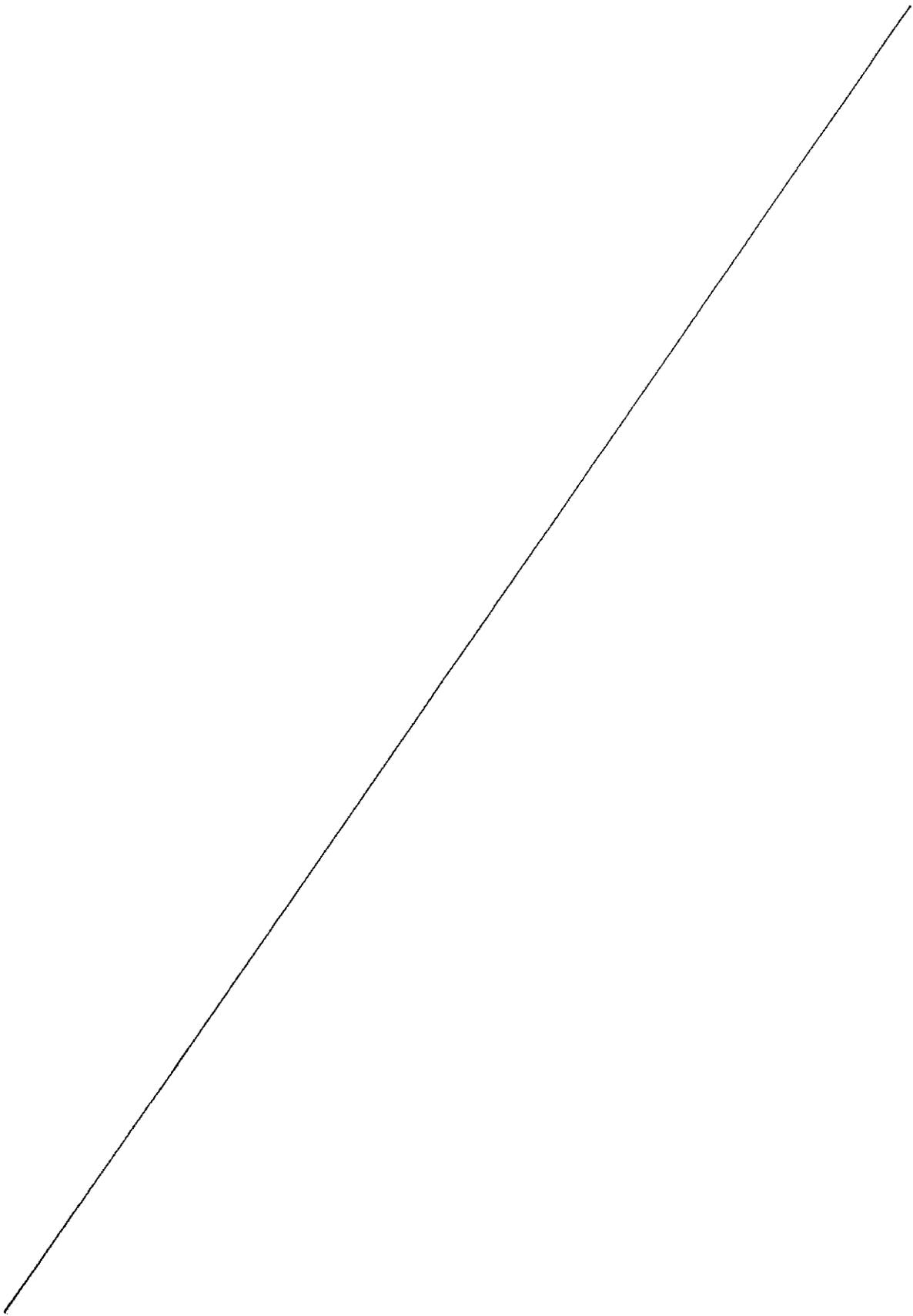
Il secondo trimestre ha visto l'erogazione di numerosi corsi di formazione, in continuità con quanto avviato e programmato nel primo trimestre.

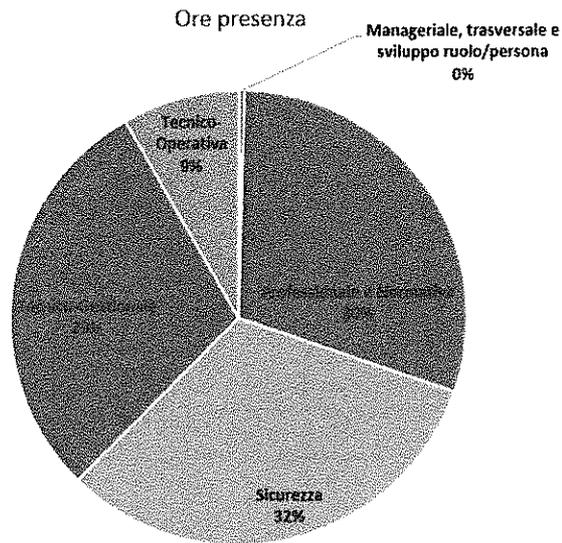
È stato erogato il primo percorso formativo a tutta la struttura HR sugli approcci e sulle normative italiane ed internazionali relative alla tematica della Diversità ed inclusione, progetto che prenderà sempre maggiore consistenza nei prossimi mesi ed anni.

È stato rilanciato l'aggiornamento a tutta la popolazione aziendale su cyber security e dedicato ampio spazio alla formazione specialistica a catalogo (con tariffe agevolate presso la società partecipata TiForma) per gli aggiornamenti normativi delle diverse funzioni organizzative. Inoltre, come di consueto sono stati portati avanti i percorsi dovuti in tema di sicurezza e di formazione tecnica, di seguito sono sintetizzate le ore effettuate:

Tipologia di Formazione	Ore di presenza	Partecipanti
Manageriale, trasversale e sviluppo ruolo/persona	8	1
Professionale e Normativa	698,5	76
Sicurezza	750	163
Tecnico-Gestionale	682	239
Tecnico-Operativa	195	19
Totale complessivo	2333,5	498







### Comunicazione interna

Il secondo semestre dell'anno ha visto la funzione dedicarsi al rilancio e alla gestione dei tavoli di miglioramento di clima organizzativo, guidandoli alla realizzazione delle attività progettate ed all'avvio della chiusura delle azioni, allo scopo di finalizzarne i contenuti ed istituzionalizzare le principali azioni realizzate. Il percorso è stato pertanto avviato alla conclusione con incontro di tutti i partecipanti effettuato a metà giugno, dove sono state analizzate le aree di forza e le aree di possibile miglioramento per progetti futuri.

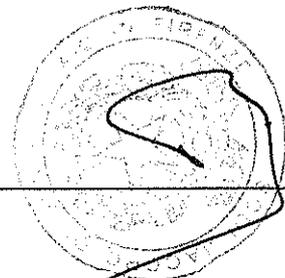
È stata conclusa e finalizzata con premiazione finale la raccolta delle fotografie dei dipendenti inviate in risposta ad un contest aziendale (Publiacqua siamo noi) che rilanciasse i concetti di Vision e Mission e il senso di appartenenza all'azienda. In occasione della Pasqua, sono state distribuite uova pasquali dirette ai figli dei dipendenti (entro i 12 anni) promuovendo una causa benefica, il ricavato delle uova è stato raccolto da una fondazione molto attiva a livello locale, che gestisce alloggi destinati all'accoglienza di famiglie da tutta Italia, con bambini in cura presso l'ospedale pediatrico di Firenze per gravi malattie.

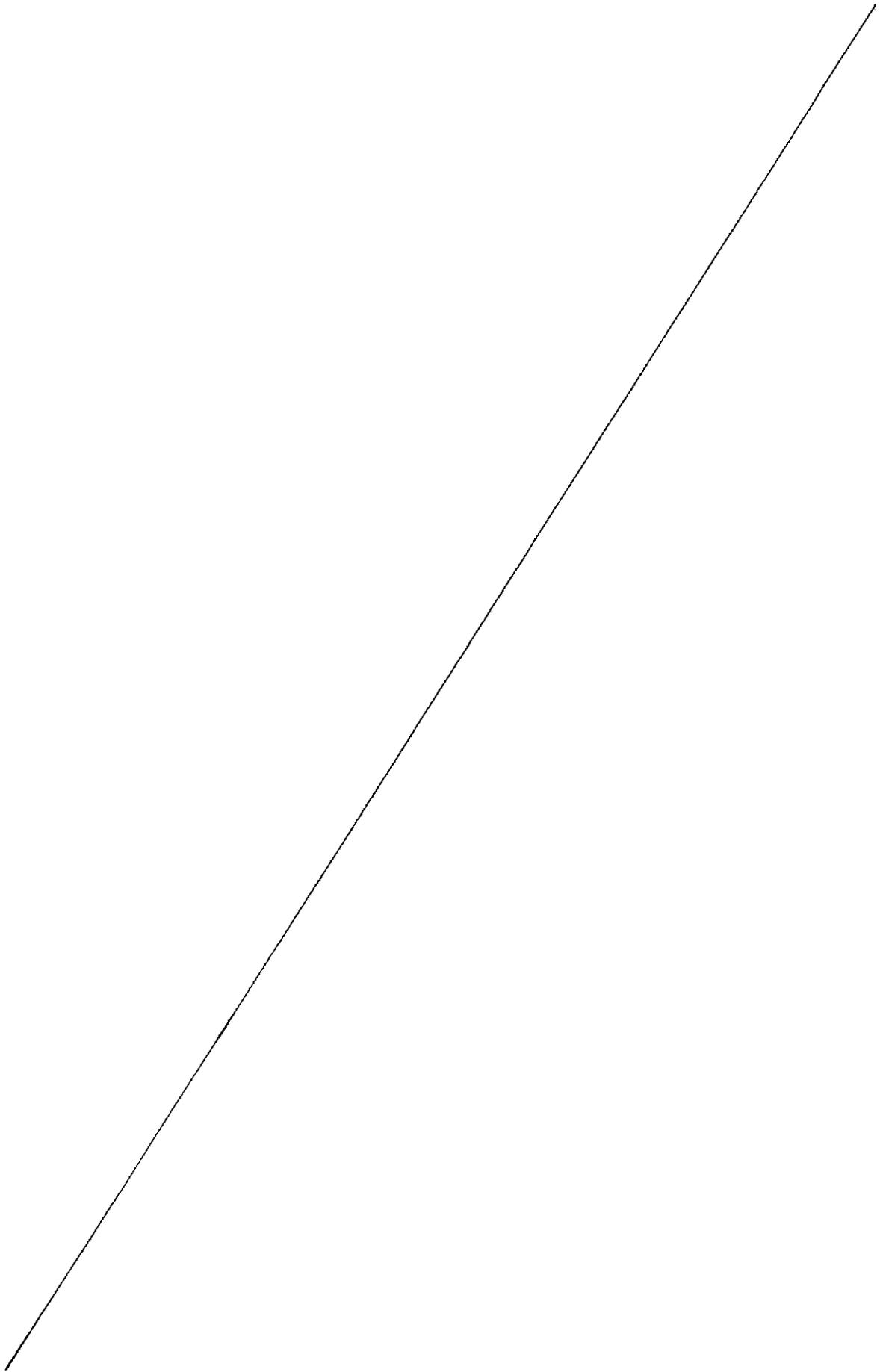
Sempre nel mese di giugno sono stati riuniti i colleghi assunti negli ultimi 6 mesi per effettuare una giornata di on boarding in presenza, allo scopo di far conoscere tra loro i neoassunti, trasmettere la vision, la mission e i valori aziendali, oltre alla storia dell'azienda ed alla formazione su normativa valoriale (privacy, anticorruzione e codice etico). Alla giornata di onboarding sono intervenuti anche Presidente, Amministratore Delegato, e manager delle strutture organizzative coinvolte.

Sono infine proseguite con regolarità le altre attività di competenza della funzione, come ad esempio la gestione dei contenuti intranet e l'invio di comunicazione informative ai dipendenti di varia natura.

### Finanziamenti

L'anno 2021 è stato ricco di novità dal punto di vista dei finanziamenti. Per spiegare appieno l'evoluzione si parte dalla tabella sottostante, che rappresenta la situazione al 01 gennaio 2021, per poi ripercorrere tutto ciò che è avvenuto.





Descrizione	31/12/2021
Finanziamento BEI	38.000.000
Finanziamento Green	100.000.000
Finanziamento Corporate Interest/BNL	50.000.000
Finanziamento Credem	10.000.000
<b>Totale</b>	<b>198.000.000</b>

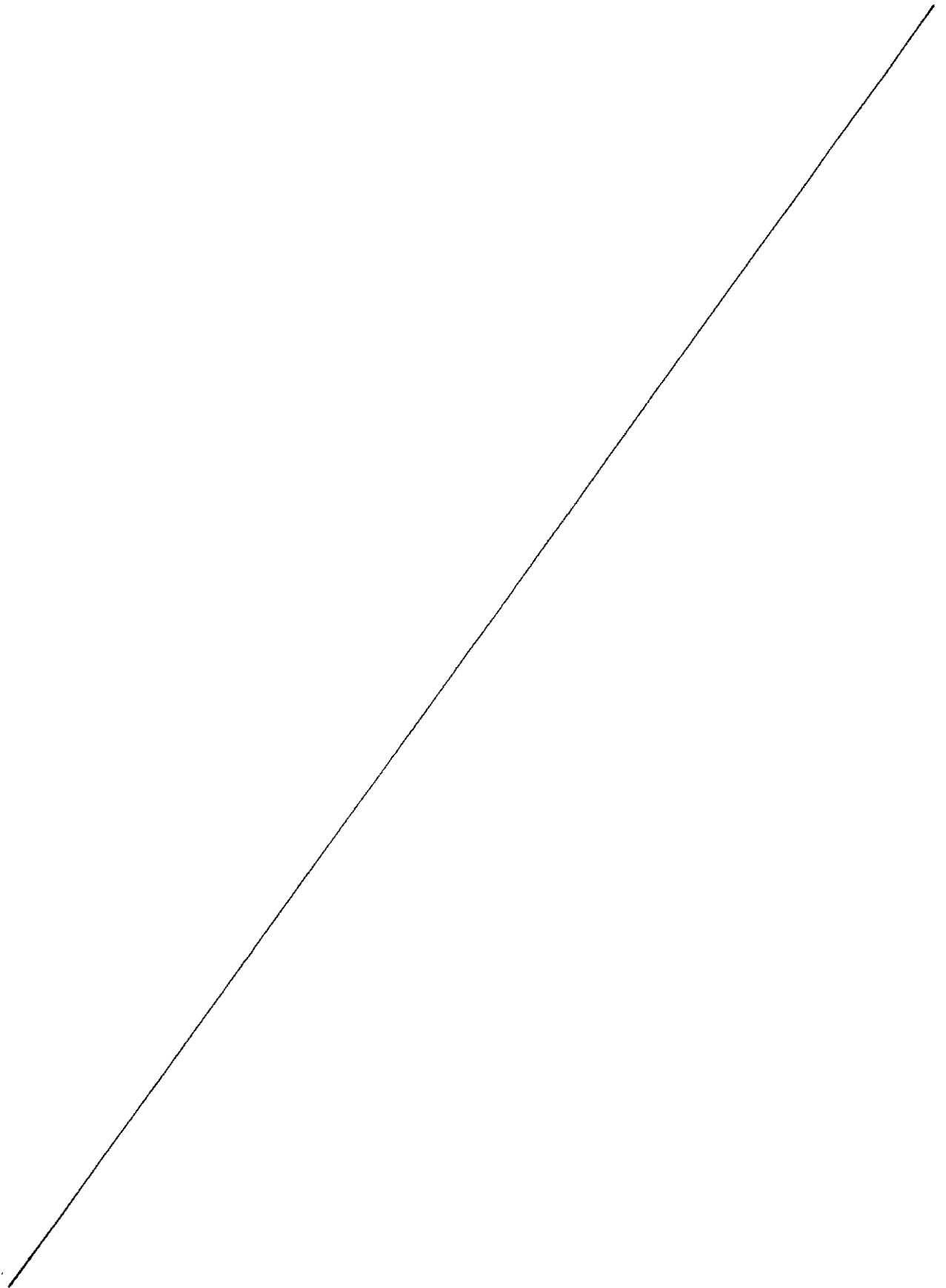
- in data 31 marzo 2021 la Società ha perfezionato con l'AIT l'atto notarile di estensione della durata della Convenzione sino al 31 dicembre 2024 superando così l'ultima condizione sospensiva del finanziamento BEI e potendo così attivarsi per l'erogazione dei restanti 2.000.000 di euro, avvenuta in data 30 aprile 2021 con un margine di interesse pari a 0 bps. Resta sempre valido il margine di 13 bps per la prima erogazione di 38.000.000 euro del 2020. È decaduto anche il Mitigant relativo all'importo minimo da mantenere sul conto corrente della banca agente MPSCS;
- il finanziamento Credem è stato nuovamente rinnovato fino alla fine del 2021;
- a seguito di quanto deliberato dall'Assemblea dei Soci in sede di approvazione del bilancio 2020 in merito alla distribuzione di dividendi, la Società in data 11 giugno 2021 ha inviato una richiesta di waiver alla Banca Europea degli investimenti al fine di autorizzare una maggior distribuzione dell'utile civilistico finalizzata a sostenere la richiesta degli azionisti pubblici fortemente colpiti dall'emergenza pandemica in corso. In data 10 settembre 2021 è stato ottenuto il consenso da parte della Banca Europea degli investimenti alla maggiore distribuzione dei dividendi deliberata in data 26 giugno 2021 in deroga al contratto in essere.
- In data 30 giugno 2021 sono state inviate ai principali istituti bancari lettere di invito di partecipazione ad una gara per reperire risorse economiche, pari a 180 mln, da utilizzare essenzialmente per:
  - procedere all'acquisto della cessione di ramo d'Azienda da Acque Toscane per la quota del Comune di Fiesole;
  - far fronte alle richieste di Soci e investitori;
  - razionalizzare i finanziamenti in essere e ottenere le migliori condizioni di mercato esistenti;
  - dare una visibilità finanziaria oltre il 2024, scadenza della convenzione di affidamento, nel caso in cui Publiacqua si trovi a gestire il regime transitorio attraverso l'opzione prevista dal contratto di affidamento.

Il nuovo finanziamento, del valore di 180 mln, è stato definito con l'offerta vincolante del 6 agosto 2021 ed è stato affidato a BBVA, BNL, MPSCS con le seguenti quote di partecipazione, allo spread di 0,78% e scadenza il 31 dicembre 2024

Descrizione	31/12/2021
EBA	30.000.000
BNL	90.000.000
MPSCS	60.000.000
<b>Totale</b>	<b>180.000.000</b>

Il 15 settembre 2021 il detto contratto è stato sottoscritto ed il tiraggio è stato effettuato in data 30 settembre 2021 con conseguente rimborso di finanziamenti 2019 e 2020 pari a 150 mln dei due finanziamenti green e corporate.

Anche nel nuovo finanziamento sono stati confermati i Kpi di sostenibilità M1 (perdite nella



rete idrica) e M6 (qualità dell'acqua depurata), mentre il premio di sostenibilità è pari a 2 bps sul Margine di Finanziamento.

Nel 2024, in caso di proroga della concessione, sarà possibile ristrutturare il debito portando la scadenza al 2026. In questo caso si attiva il privilegio generale acconsentendo ad estendere la durata del Finanziamento.

In data 20 dicembre 2021 il CdA della Società ha approvato il rinnovo del finanziamento da 10 mln, sottoscritto con Credem alla data del 31 dicembre 2021, ad un tasso fisso pari allo 0,04 %. Sempre nello stesso CdA è stato autorizzato un ulteriore finanziamento da 10 mln nei confronti della Banca Passadore, che sarà erogato nel 2022, ad un tasso fisso pari allo 0,04 %.

In data 31 dicembre 2021 la Società ha regolarmente rimborsato la quota in scadenza del Finanziamento sottoscritto con la BEI per un importo pari a 2 mln.

Alla data del 31 dicembre 2021 le linee di finanziamento attive risultano dal seguente prospetto:

Descrizione	31/12/2021	31/12/2020	Variazioni
Finanziamento BEI	38.000.000	38.000.000	-
Finanziamento Green	180.000.000	100.000.000	80.000.000
Finanziamento Coprate Interes/BNL	-	50.000.000	- 50.000.000
Finanziamento Credem	10.000.000	10.000.000	-
Effetto costo ammortizzato	- 775.470	- 408.298	367.172
<b>Totale</b>	<b>227.224.530</b>	<b>197.591.702</b>	<b>29.632.828</b>

In data 30 giugno 2022 la Società ha regolarmente rimborsato la quota in scadenza del Finanziamento sottoscritto con la BEI per un importo pari a 6,07 mln e la quota in scadenza del Finanziamento Green per un importo pari a 16,92 mln.

Il finanziamento da 10 mln sottoscritto con Passadore è stato rinnovato per ulteriori 3 mesi ad un tasso fisso pari a 0,08%.

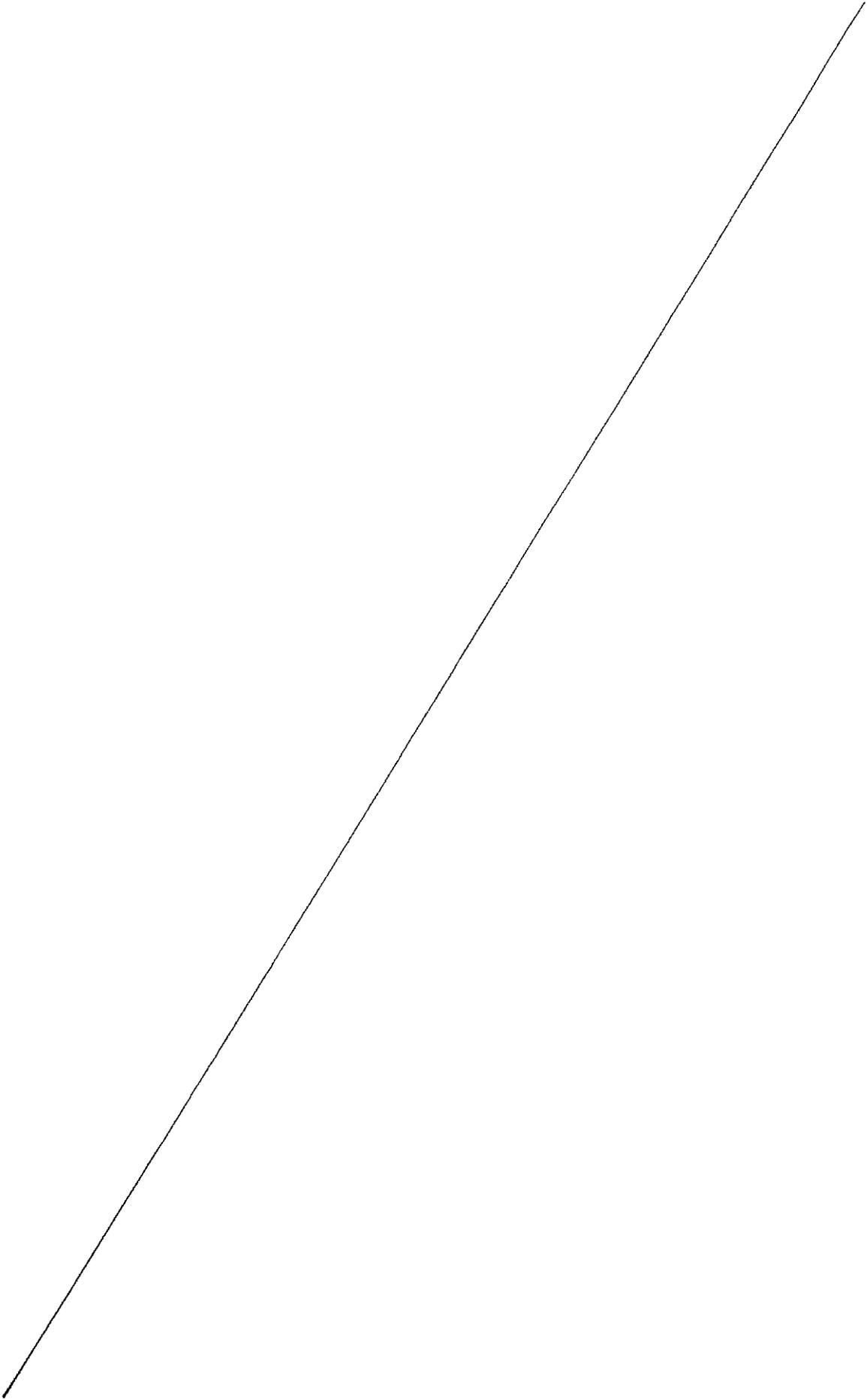
#### Fatti di rilievo avvenuti dopo la chiusura del periodo

Non vi sono stati ulteriori fatti o eventi di rilievo verificatisi dopo la chiusura del periodo, fatto salvo il superamento delle condizioni sospensive per l'erogazione del finanziamento BEI ulteriore, come sopra meglio esplicitato.

#### GESTIONE DELL'EMERGENZA COVID-19

La Società fin dal suo inizio si è trovata a dover fronteggiare l'insorgere della pandemia da SARS-COV-2 (Covid-19), adoperandosi per tutelare al massimo la salute dei propri dipendenti e nel contempo garantendo la continuità dello svolgimento del servizio, quanto mai importante in una fase di crescente emergenza sanitaria - per tutti gli utenti.

Il primo trimestre dell'anno 2022 è stato fortemente condizionato dall'andamento della pandemia che ha inciso in maniera particolarmente pesante con il diffondersi della variante Omicron. Grazie al costante utilizzo dello strumento di monitoraggio del quale l'azienda si era già dotata a partire dal settembre del 2020, che prevede l'utilizzo di un indice di contagio calcolato a partire dall'incidenza del virus sulla popolazione del territorio gestito.



è stato possibile valutare in anticipo la tendenza della pandemia modulando in questo modo le varie misure organizzative e procedurali per prevenire la diffusione del contagio. Il monitoraggio quotidiano dell'indice individuato dall'azienda, realizzato grazie ai dati dei bollettini ufficiali rilasciati giornalmente dalle autorità sanitarie, ha permesso di adoperarsi in anticipo anche nell'applicazione di alcune misure preventive a tutela della salute dei propri dipendenti e della continuità del servizio: in particolare l'azienda è passata per una nuova fase di restrizioni analoghe a quelle applicate durante il primo lock-down del 2020, con l'obiettivo di tutelare la salute dei propri dipendenti e minimizzare l'impatto sui servizi offerti ai cittadini. Si è fatto nuovamente ricorso in maniera massiva allo Smart Working per tutte le attività remotizzabili e si sono applicate le massime misure di allerta nell'esecuzione di tutte le attività operative.

Grazie a tale flessibilità di gestione, al puntuale tracciamento dei contatti interni dei casi positivi ed al senso di responsabilità di tutto il personale si è evitata l'insorgenza di focolai interni e non si sono avuti riflessi negativi in termini di servizi ai cittadini.

### Situazione patrimoniale finanziaria

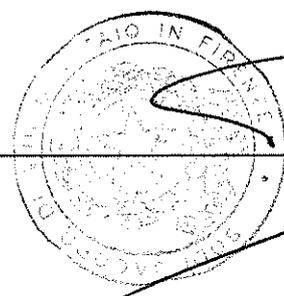
Gli investimenti realizzati al 30 giugno 2022, al lordo dei contributi, ammontano a circa 26,4 mln di euro. Si riportano di seguito i principali investimenti del periodo:

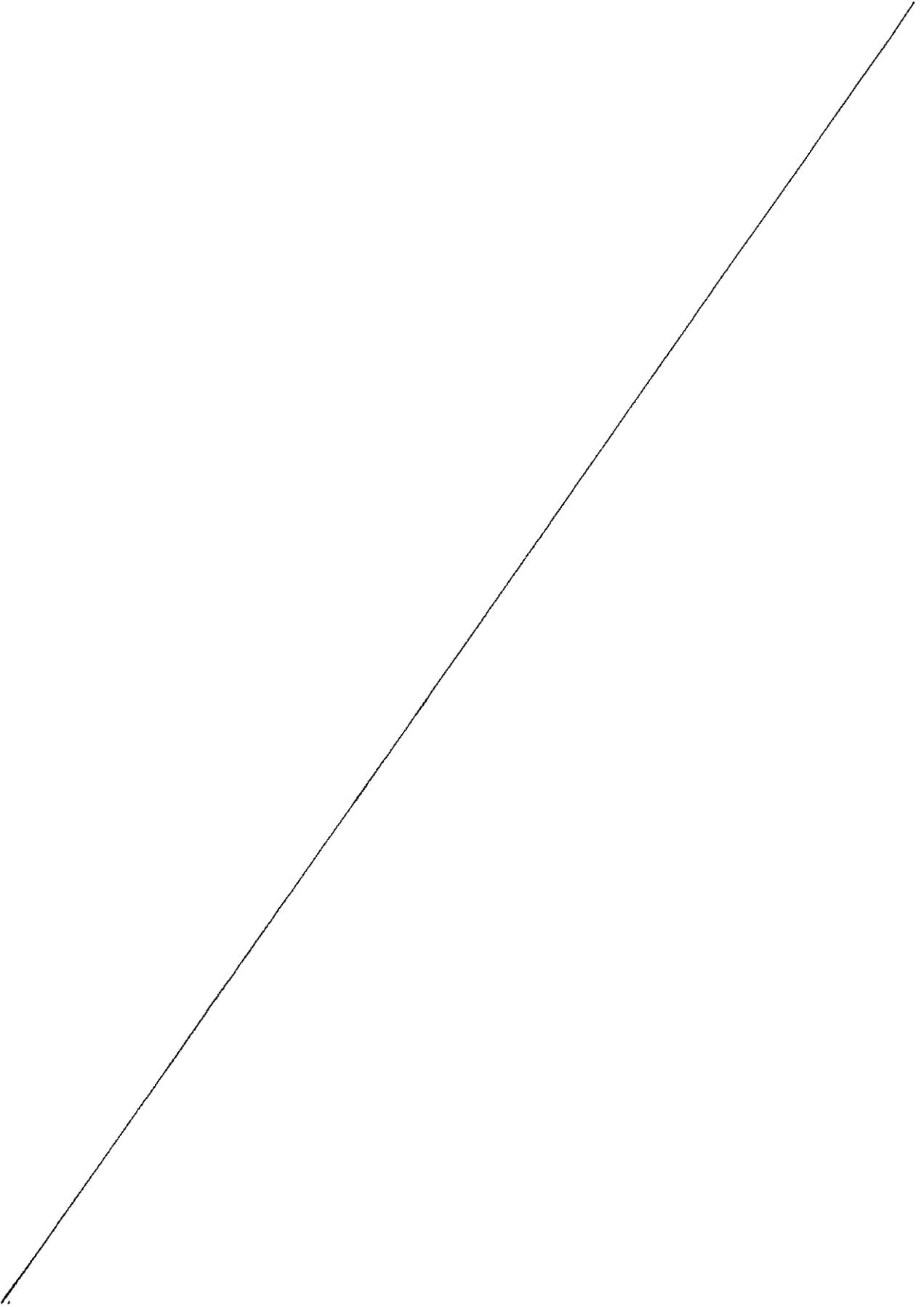
Descrizione intervento	Mln
NUOVO IDL PONTEROTTO - SAN CASCIANO V.P.	1,67
SISTEMAZIONE RETE FOGNARIA CAPOLUOGO - REGGELLO	0,98
INTERCONNESSIONE SERBATOIO QUATTRO VIE-S.DONATO - RIGNANO SULL'ARNO	0,79
NUOVO SISTEMA SMALTIMENTO REFLUI STRADA IN CHIANTI	0,58
ADEGUAMENTO E POTENZIAMENTO IDL MERCATALE V.P.	0,55
COLLETTORE NESPOLO-CHIAZZANO-LE QUERCI - PISTOIA	0,52
SOSTITUZIONE RETE IDRICA VIALE LAVAGNINI E VIALE MATTEOTTI - FIRENZE	0,49
SOSTITUZIONE RETE IDRICA MATASSINO-CILIEGI - REGGELLO	0,44
POTENZ.ACQ.SESTO F. E REC.RISORSA GALLERIA VAGLIA SUD	0,42
NUOVO SOLLEVAMENTO FOGNARIO VIA DI PARUGIANO - MONTEMURLO	0,41
SISTEMAZIONE FOGNARIA ZONA VIA PANTIN - SCANDICCI	0,37

Le rimanenze, rispetto al 31.12.2021, sono incrementate di circa 0,2 mln di euro.

I crediti commerciali hanno subito un incremento di circa 2,0 mln di euro rispetto al 31.12.2021. In particolare, i crediti verso utenti per fatture da emettere sono aumentati di circa 1,7 mln di euro, i crediti verso utenti per fatture emesse sono aumentati di circa 1,3 mln di euro, i crediti verso non utenti per fatture da emettere sono diminuiti di circa 0,6 mln di euro rispetto al 31.12.2021 e i crediti verso non utenti per fatture emesse sono diminuiti di circa 0,2 mln di euro. Il fondo svalutazione crediti ha subito un incremento di circa 0,4 mln di euro.

I crediti tributari hanno subito un decremento di circa 1,0 mln di euro rispetto al 31.12.2021. La liquidità è diminuita di circa 3,4 mln di euro rispetto al 31.12.2021.





Il fondo rischi e oneri è rimasto sostanzialmente invariato rispetto al 31.12.2021.

Le passività non correnti subiscono un decremento di circa 89,3 mln di euro rispetto al 31.12.2021 imputabile principalmente alla quota a lungo mutui.

I debiti finanziari v/banche subiscono un incremento di circa 71,1 mln di euro rispetto al 31.12.2021.

I debiti verso fornitori hanno subito un incremento di circa 1,9 mln di euro rispetto al 31.12.2021.

I debiti verso società collegate hanno subito un decremento di circa 3,2 mln di euro.

I debiti tributari hanno subito un incremento di circa 5,6 mln di euro rispetto al 31.12.2021.

I debiti verso istituti di previdenza hanno subito una diminuzione di circa 1,4 mln di euro rispetto al 31.12.2021.

Gli altri debiti registrano un decremento del loro valore di circa 16,2 mln di euro.

I ratei e risconti passivi hanno subito un incremento di circa 1,6 mln di euro rispetto al 31.12.2021.

#### **Andamento Economico**

Si rileva un utile di circa 14,4 mln di euro.

Complessivamente i ricavi netti consolidati subiscono un incremento di circa 5,2 mln di euro rispetto al 30.06.2021, registrando un incremento di circa 1,0 mln di euro del valore dei ricavi caratteristici e un incremento di circa 4,2 mln di euro del valore complessivo degli altri ricavi essenzialmente legato alle dinamiche tariffarie imposte dall'ARERA e dei conguagli dei costi passanti.

Rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente, il Costo del Lavoro ha subito un incremento di circa 0,4 mln di euro.

I costi per l'acquisto di materiali sono diminuiti di circa 2,4 mln di euro rispetto al 30.06.2021.

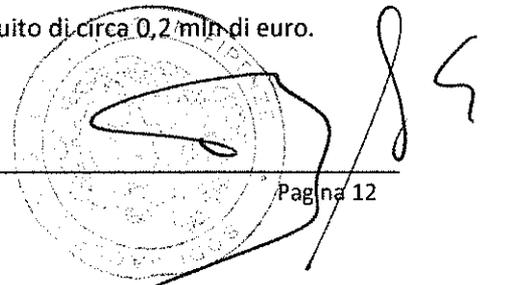
I costi esterni diversi da energia, gas e materiali sono diminuiti di circa 15,0 mln di euro rispetto al 30.06.2021.

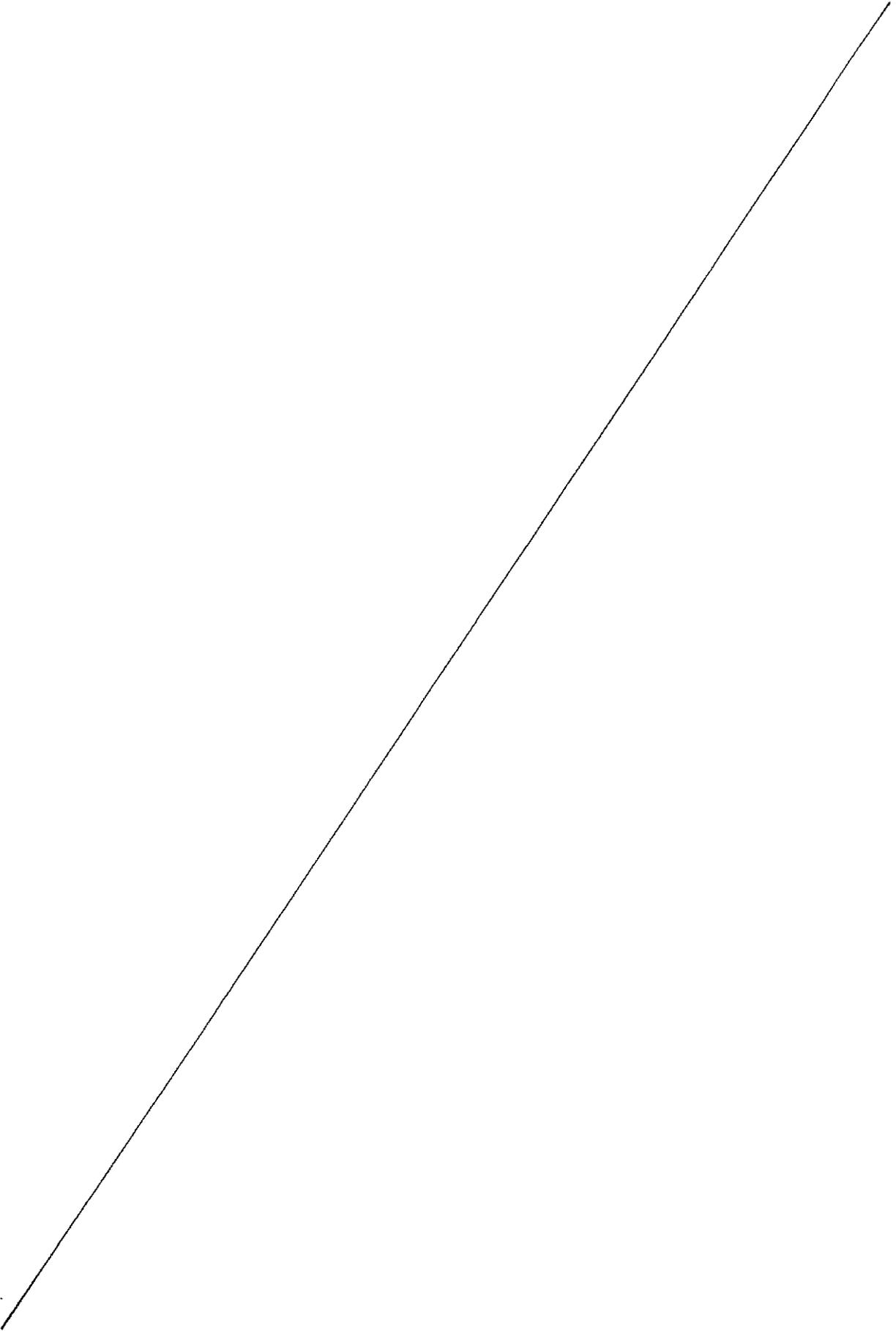
Il Margine Operativo Lordo è aumentato di circa 19,5 mln di euro rispetto al 30.06.2021.

Per quanto riguarda gli ammortamenti, essi subiscono un incremento di circa 10,4 mln di euro.

L'accantonamento al fondo rischi ha subito un decremento di circa 0,2 mln di euro rispetto allo stesso periodo dello scorso anno.

L'accantonamento al fondo svalutazione crediti è diminuito di circa 0,2 mln di euro.





La gestione finanziaria evidenzia un saldo negativo di circa 2,0 mln di euro.

Il risultato ante imposte registra un incremento di circa 8,4 mln di euro rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente come previsto dai piani pluriennali.

Le imposte nel loro insieme sono incrementate di circa 2,8 mln di euro rispetto al 30.06.2021. In particolare, le imposte dell'IRES sono aumentate di circa 2,1 mln di euro, le imposte dell'IRAP di circa 0,4 mln di euro, mentre le imposte differite sono incrementate di circa 0,3 mln di euro.

Il Risultato Netto di esercizio ammonta a circa 14,4 mln di euro, con un incremento di circa 5,7 mln di euro rispetto al 30.06.2021 come previsto dai piani pluriennali.

### Descrizione tariffe applicate

Le tariffe per l'annualità 2022 sono state determinate nel rispetto di quanto previsto dalla Delibera 580/2019/R/idr approvata ARERA in data 27 dicembre 2019 con la quale la stessa Autorità ha definito il Metodo Tariffario vigente per il periodo 2020-2023.

L'Autorità Idrica Toscana in data 26/06/2020 ha approvato a Publiacqua le tariffe per il terzo periodo regolatorio (2020-2023). L'Azienda è stata poi coinvolta nella fase di validazione dati da parte di ARERA, siamo ancora in attesa dell'approvazione tariffaria da parte della stessa. ARERA con delibera 59/2021 ha approvato la predisposizione tariffaria di Publiacqua per il terzo periodo regolatorio.

Nel primo semestre 2022 è stato avviato il percorso di aggiornamento biennale delle tariffe (2022-2023), Publiacqua ha inviato tutte le informazioni richieste dall'AIT per l'aggiornamento della predisposizione tariffaria.

### Rischi e incertezze

A norma dell'art. 2428 comma 3, punto 6-bis del Codice Civile, così come modificato dai D. Lgs. n° 394/03, n° 32/2007 e n° 195/2007, si espongono di seguito le informazioni richieste.

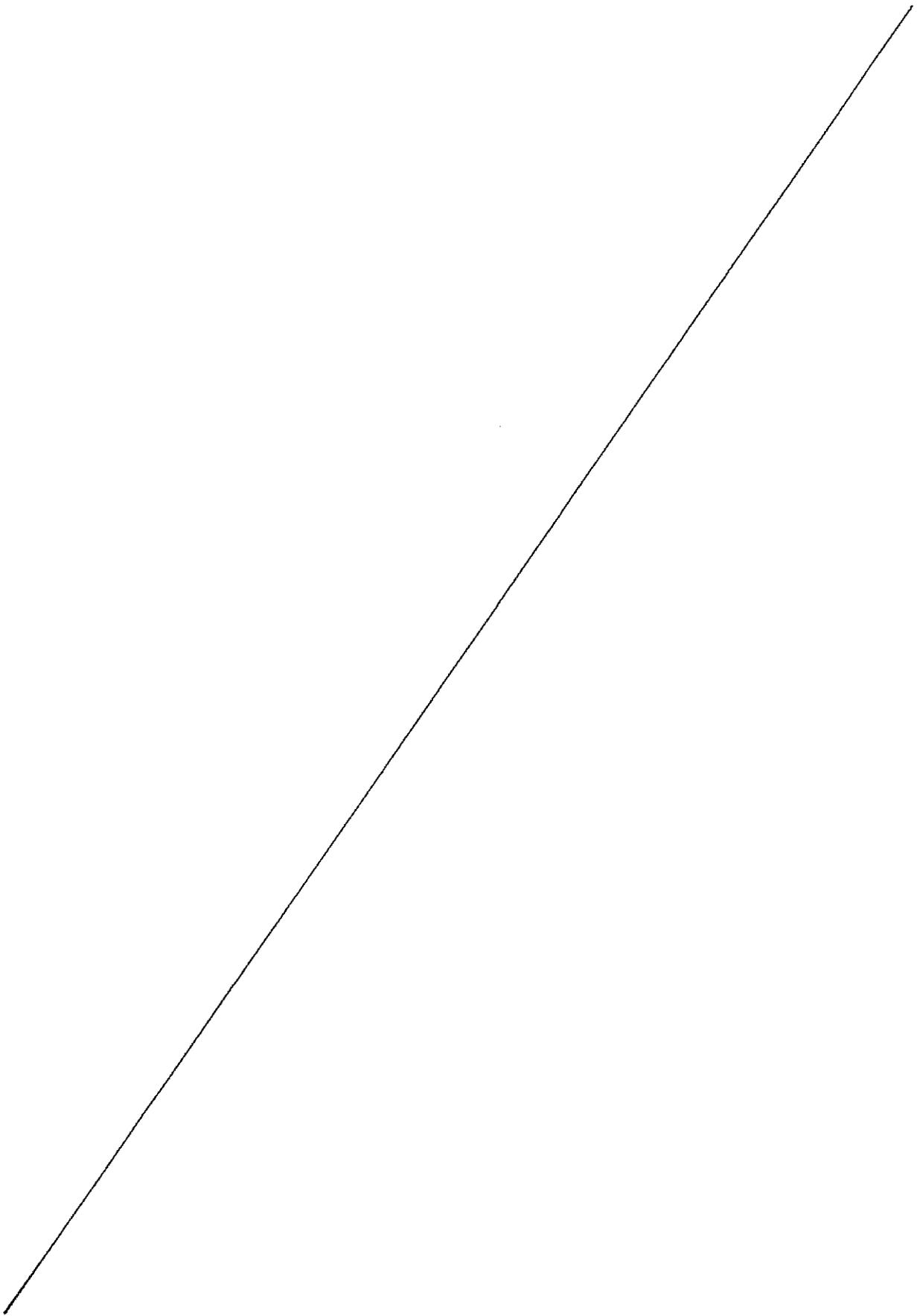
#### **Rischi emersi valutazione management D. Lgs. 231/01, Azioni di mitigazione e rischio residuo 231, Sistema di controllo interno 231 – Sistema di gestione Anticorruzione UNI ISO 37001:2016**

Nel corso del 2021 la Società si è impegnata per l'ottenimento della certificazione UNI ISO 37001:2016 in tema di Anticorruzione. A tale fine, la Società ha intrapreso un percorso che ha portato alla realizzazione di una mappatura specifica in materia di anticorruzione attraverso un meccanismo di self-assessment con le singole strutture. A seguito di tale attività la Società ha quindi provveduto a colmare i gap emersi e a redigere i documenti specifici richiesti dalla norma quali il Manuale e la Politica Anticorruzione, la procedura di Due Diligence Anticorruzione e la procedura di Monitoraggio Anticorruzione.

In data 8 ottobre 2021 è stato aggiornato il Modello di Organizzazione, Gestione e Controllo, coordinandolo con il sistema di gestione ai sensi della UNI ISO 37001:2016 implementato dalla Società. La sinergia tra i due sistemi è stata garantita attraverso un coordinamento delle mappature, della valutazione del rischio, dei presidi di controllo e attraverso la predisposizione di specifiche procedure che hanno rafforzato il sistema interno.

A dicembre 2021 la Società al termine di tale attività di coordinamento ha ottenuto la





certificazione in materia anticorruzione ai sensi della Norma UNI ISO 37001:2016.

A seguito dell'ottenimento di predetta certificazione, la Società ha strutturato dei meccanismi di controllo sui suoi soci in affari e di successivo monitoraggio sul mantenimento dei requisiti loro richiesti. A tal fine la funzione Risk, Compliance 231/01 e Audit ha strutturato apposita procedura che istituisce specifici flussi informativi che permettano di monitorare in modo continuativo le relazioni della Società con soggetti esterni.

Al fine dell'ottenimento della certificazione ai sensi della sopracitata norma ISO, è stato sviluppato, in collaborazione con la funzione IT, un applicativo *Sharepoint*, analogo al summenzionato *Audit e Compliance*. Gli applicativi sono in continua evoluzione al fine di efficientarli e permettere alla struttura di monitorare le attività e i relativi rischi rilevati.

In relazione alle attività di controllo del sistema, la funzione Risk, Compliance D.Lgs. 231/2001, Audit ha eseguito gli audit sulle strutture e sugli impianti aziendali come previsto dal piano approvato dai vertici aziendali e dall'Organismo di Vigilanza Alla data odierna sono stati svolti quattro audit su impianti (IDL Sambuca -Diga di Bilancino - ITL San Donnino e ITL di Pistoia) e 15 (quindici) audit sulle seguenti funzioni aziendali:

- **Affari Legali:** Segreteria Societaria - Recupero crediti giudiziale – contenzioso e contratti - normativa stragiudiziale e pareri – Assicurazione;
- **Amministrazione Finanza e Controllo:** Pianificazione e controllo – Reporting e Finanza – Controllo Gestione e Investimenti – Contabilità e Cespiti – Fornitori;
- **Gestione Rifiuti;**

**Customer Care:** Conciliazioni clientela – Reclami e richieste scritte – Fatturazione e incassi - Gestione del credito. Gli esiti degli audit, una volta definiti, come previsto da procedura, sono condivisi con i responsabili delle funzioni interessate, nonché con l'Organismo di Vigilanza e caricati sugli applicativi di competenza. Attualmente sono caricati sull'Applicativo Audit&Compliance 125 rilievi di cui 32 ancora attualmente in gestione. Parallelamente all'attività di audit, la funzione Risk, Compliance 231/02 e Audit, ha avviato le attività preliminari per l'aggiornamento del Modello alla luce delle novità introdotte da diversi provvedimenti normativi fra i quali il più rilevante risulta essere la Direttiva PIF recepita con il Decreto Legislativo n. 75 del 14 luglio 2020.

Con verbale del CdA del 24 maggio 2022 è stato prorogato l'incarico dell'Organismo di Vigilanza fino alla scadenza dell'attuale Consiglio di Amministrazione in carica.

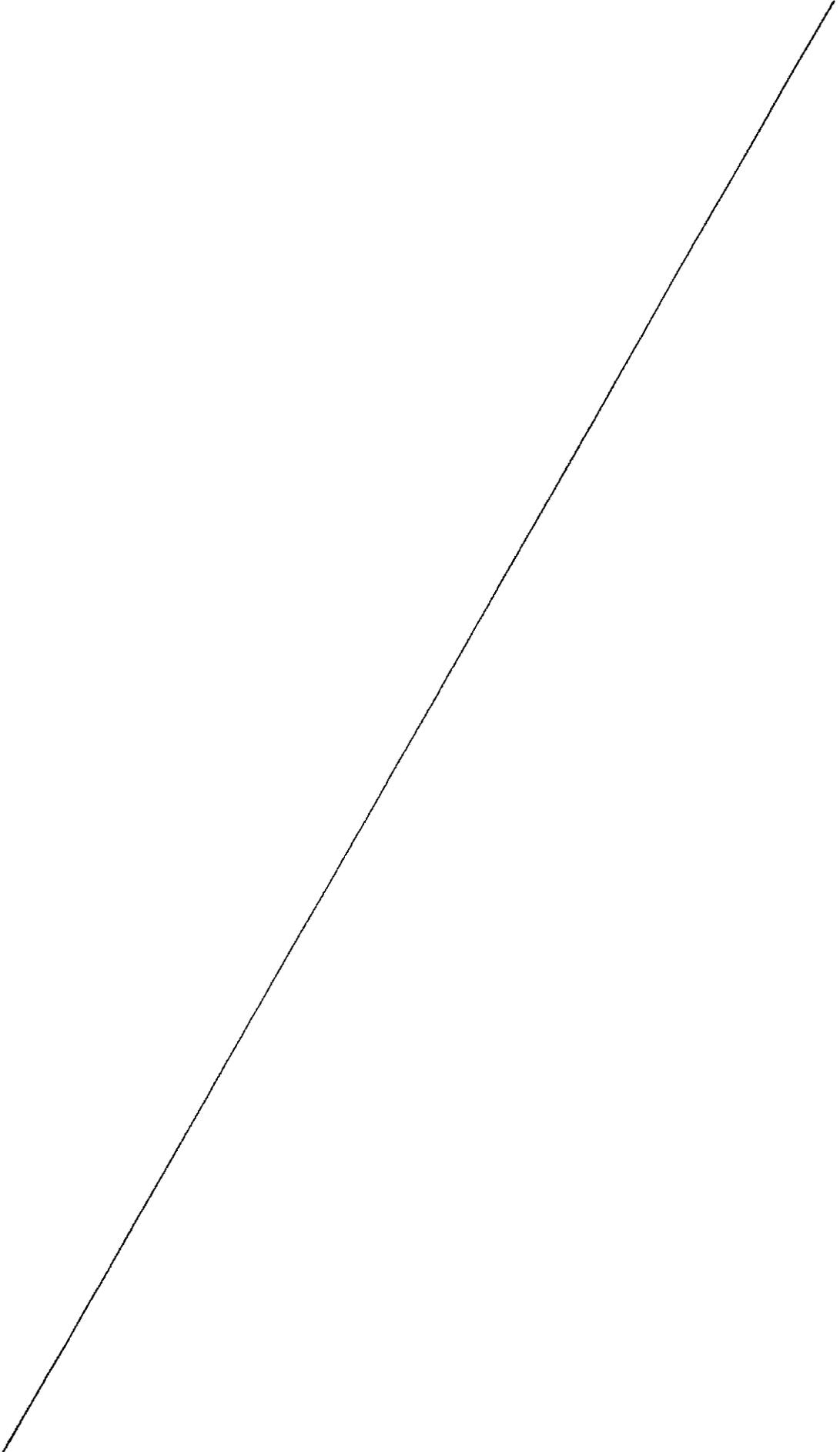
In collaborazione con la struttura Formazione la funzione Risk, Compliance 231/01 e Audit ha svolto nel corso di maggio 2022 interventi formativi su soggetti neoassunti e apprendisti. Inoltre, al fine di completare l'attività formativa dell'anno 2021 la Società sta lavorando alla realizzazione di un corso formativo registrato online per la formazione Anticorruzione del personale amministrativo. La formazione è strutturata in modo differenziato, nei contenuti e nelle modalità di erogazione, in funzione dei destinatari, in accordo con la più recente giurisprudenza.

### Rischi strategici

Oltre a quanto già evidenziato nell'evoluzione del contesto normativo e nei fatti di rilievo avvenuti dopo la chiusura dell'esercizio, non si segnalano particolari rischi legati al contesto politico ed economico-sociale, nazionale e locale, che possano influenzare sostanzialmente il raggiungimento degli obiettivi strategici aziendali.

### Rischi mercato e finanziari

A large, stylized handwritten signature in black ink is written over a circular stamp. The stamp contains some illegible text and a central emblem. To the right of the signature, there are additional handwritten marks, possibly initials or a date.



Nell'esercizio della sua attività la Società è esposta a vari rischi di mercato e finanziari, ed in particolare al rischio di oscillazione dei tassi di interesse, al rischio di credito ed al rischio di liquidità.

Per minimizzare tali rischi la Società tiene costantemente sotto controllo la situazione, valutando periodicamente l'opportunità o meno di dotarsi di strumenti di copertura.

1. *Rischio prezzo delle commodities*

La Società è esposta solo in minima parte al rischio prezzo delle commodities, essendo i costi delle stesse non particolarmente rilevanti o, come l'energia elettrica, considerati passanti dalla regolazione vigente.

2. *Rischio tassi di interesse*

Con l'obiettivo di ridurre l'ammontare di indebitamento finanziario soggetto alla variazione dei tassi di interesse e di ridurre il costo della provvista, la Società ha valutato l'opportunità di dotarsi di contratti di interest rate swaps, non ritenendo opportuno però, in questa fase di prosecuzione del processo per la costruzione di un finanziamento strutturato per far fronte al fabbisogno derivante dalla realizzazione degli investimenti previsti dal piano di ambito, dotarsi di strumenti di copertura.

3. *Rischio liquidità*

La Società monitora costantemente la situazione finanziaria attuale, prospettica e la disponibilità di adeguati affidamenti bancari. In particolare, sono costantemente monitorati i tempi di incasso e di scadenza delle bollette, i tempi di rimborso e le necessità di richiesta dei finanziamenti.

Come anticipato in premessa, la Società ha provveduto a sottoscrivere 2 finanziamenti, per complessivi 220Mln di Euro di importo massimo, con primari istituti di credito e con BEI, con scadenza finale al 30 giugno 2024 e profilo di ammortamento adeguato alle capacità di rimborso. Con la sottoscrizione e l'erogazione dei nuovi finanziamenti a medio lungo termine, la Società ha raggiunto, l'obiettivo di adeguare la propria struttura finanziaria al fine di completare il Programma degli Interventi previsto nella ultima revisione tariffaria.

I finanziamenti a breve saranno quindi rimborsati nei prossimi mesi.

4. *Rischio di volatilità degli strumenti finanziari*

La società, non avendo utilizzato strumenti finanziari derivati, non è soggetta a particolari rischi di volatilità.

5. *Rischio prezzo*

Per quanto riguarda le vendite, non si rileva, ad oggi, rischio di riduzione dei prezzi, in quanto la tariffa è determinata dall'Autorità di Ambito e il ricavo per servizio idrico integrato è garantito. Per le poche attività non regolate, che pesano in misura molto ridotta sul totale del fatturato, non esistono rischi di prezzo.

6. *Rischio credito*

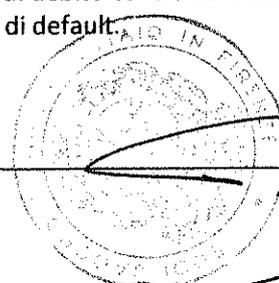
Il rischio di credito di Publiacqua è essenzialmente attribuibile:

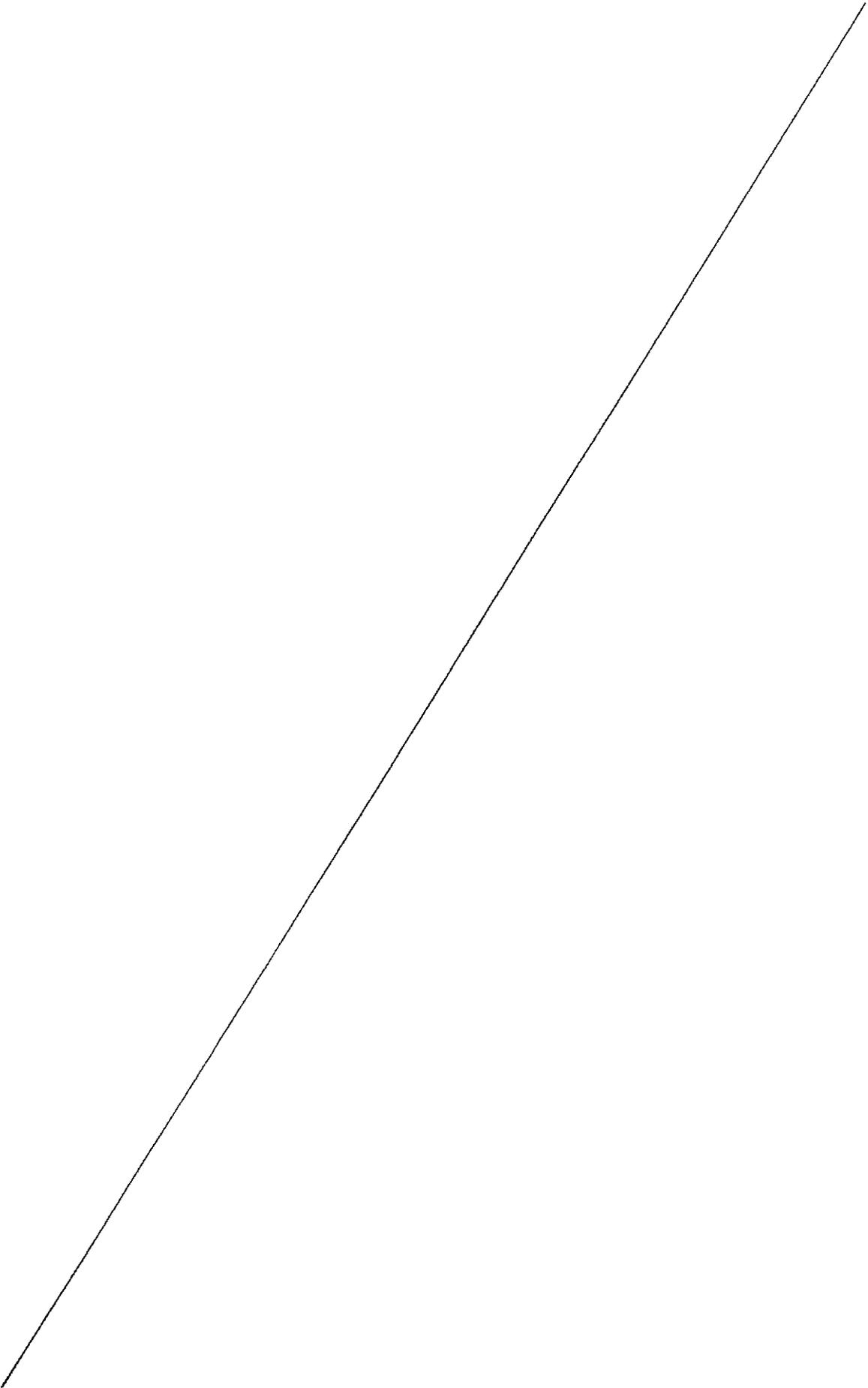
- ai rapporti con le società controllate e collegate, per cui non si è ritenuto opportuno il ricorso a particolari strumenti di copertura;
- ai rapporti di credito verso utenti per i quali il rischio di credito è da considerarsi in linea alla media del settore. A garanzia di residuali rischi possibili è stato stanziato un fondo svalutazione crediti consistente. La società sta operando in un'attività sempre più attenta e puntuale di monitoraggio e recupero del credito, al fine di ridurre sempre di più il rischio correlato a questa tipologia di rapporti.

7. *Rischio di default e covenants sul debito*

La società monitora costantemente i covenants sul debito contratto. Sulla base dei dati di bilancio, non esiste, al momento, alcun rischio di default.

8. *Rischio cambio*





La società opera prevalentemente in euro e solo saltuariamente e per importi molto limitati effettua operazioni con valute diverse dall'euro esponendosi al rischio di cambio. Per tale motivo non si avvale di strumenti di copertura di tale rischio.

#### **Rischi operativi**

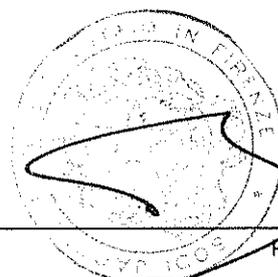
I principali rischi operativi, correlati con la gestione degli impianti di trattamento reflui e di potabilizzazione, oltre che per i lavori di manutenzione, sono parzialmente coperti attraverso apposite polizze di responsabilità civile verso terzi.

#### **Rischi regolatori**

I rischi derivanti dall'attività regolatoria sono gestiti attraverso una costante e puntuale corrispondenza con l'AIT e con l'ARERA. Nel corso del 2021 sono state attivate anche attività di Audit specifiche per verificare le modalità di adeguamento operativo alle nuove disposizioni regolatorie.

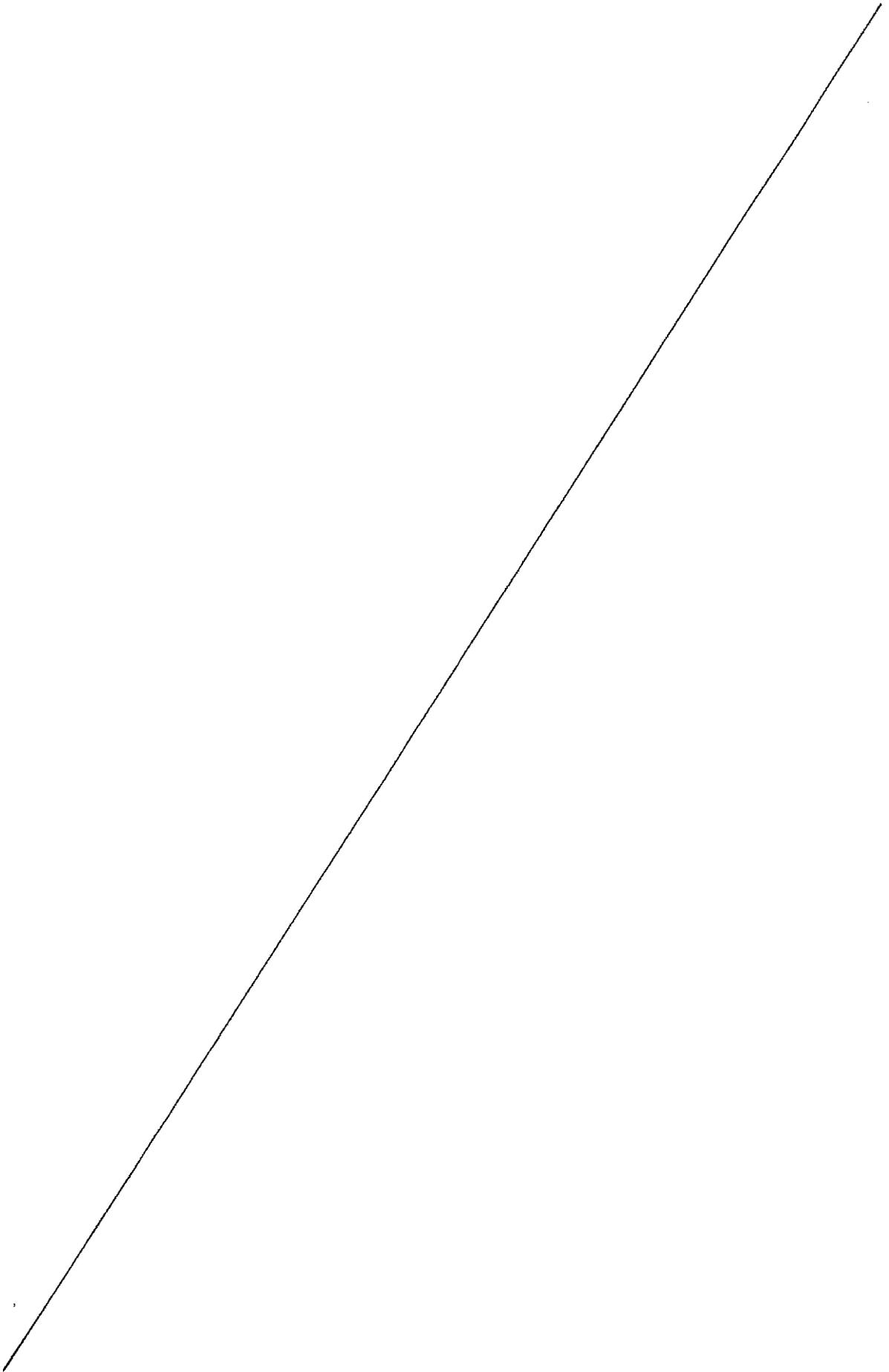
#### **Rischi contenzioso (legale, giuslavoristico e fiscale)**

I rischi relativi ai contenziosi sono monitorati costantemente e sono contenuti attraverso la costituzione di apposito fondo dello stato patrimoniale.



A handwritten signature or mark, possibly a stylized letter 'S' or a similar symbol, located in the bottom right corner of the page.

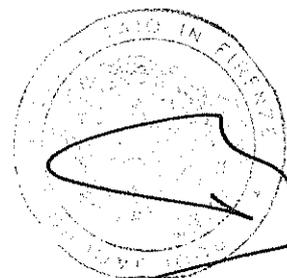
A handwritten signature or mark, possibly a stylized letter 'S' or a similar symbol, located in the bottom right corner of the page.



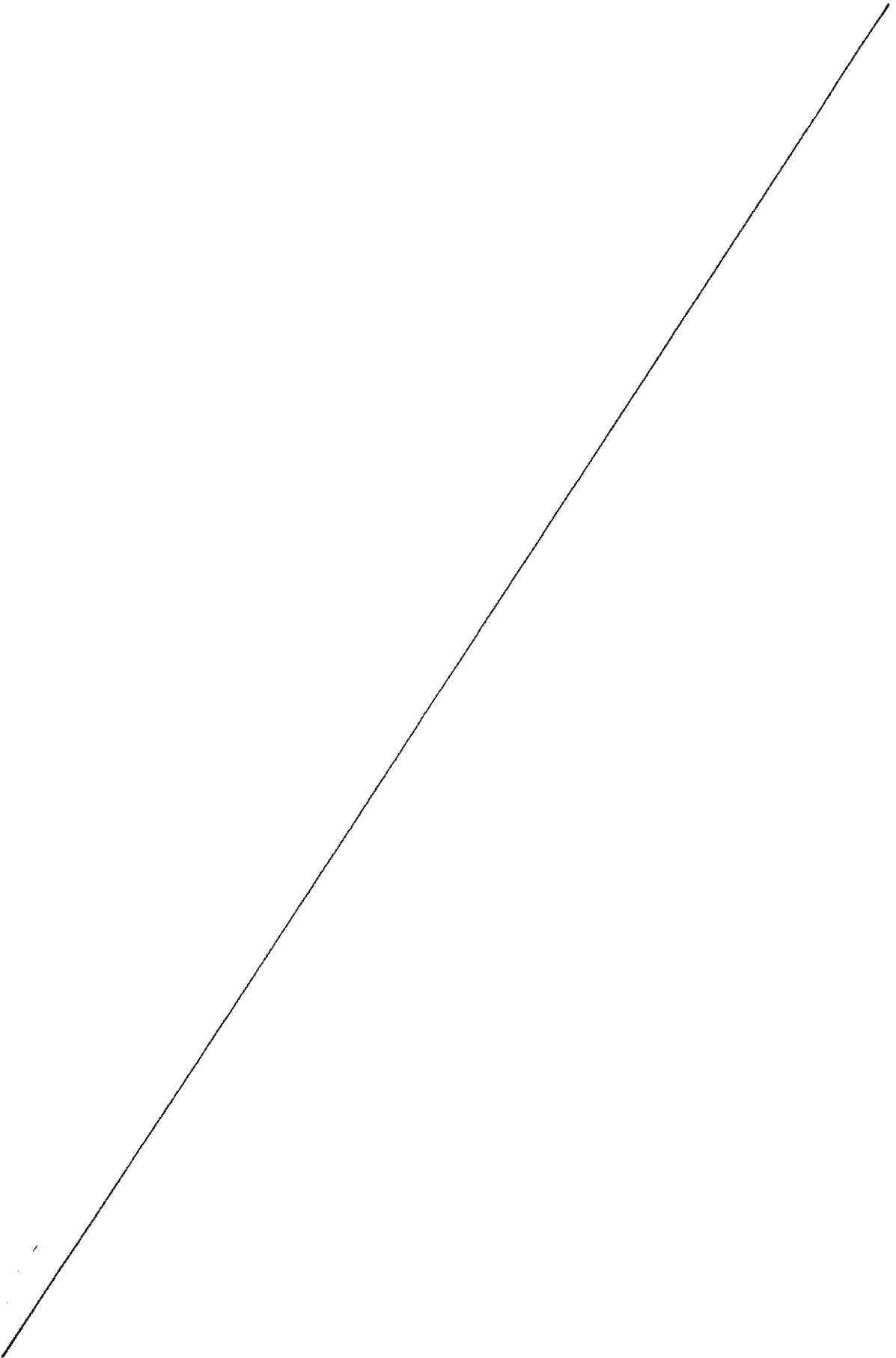


**Giugno 2022**

**CdA del 21 Luglio 2022**



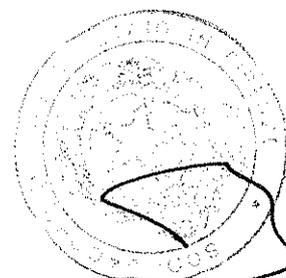
Handwritten signature

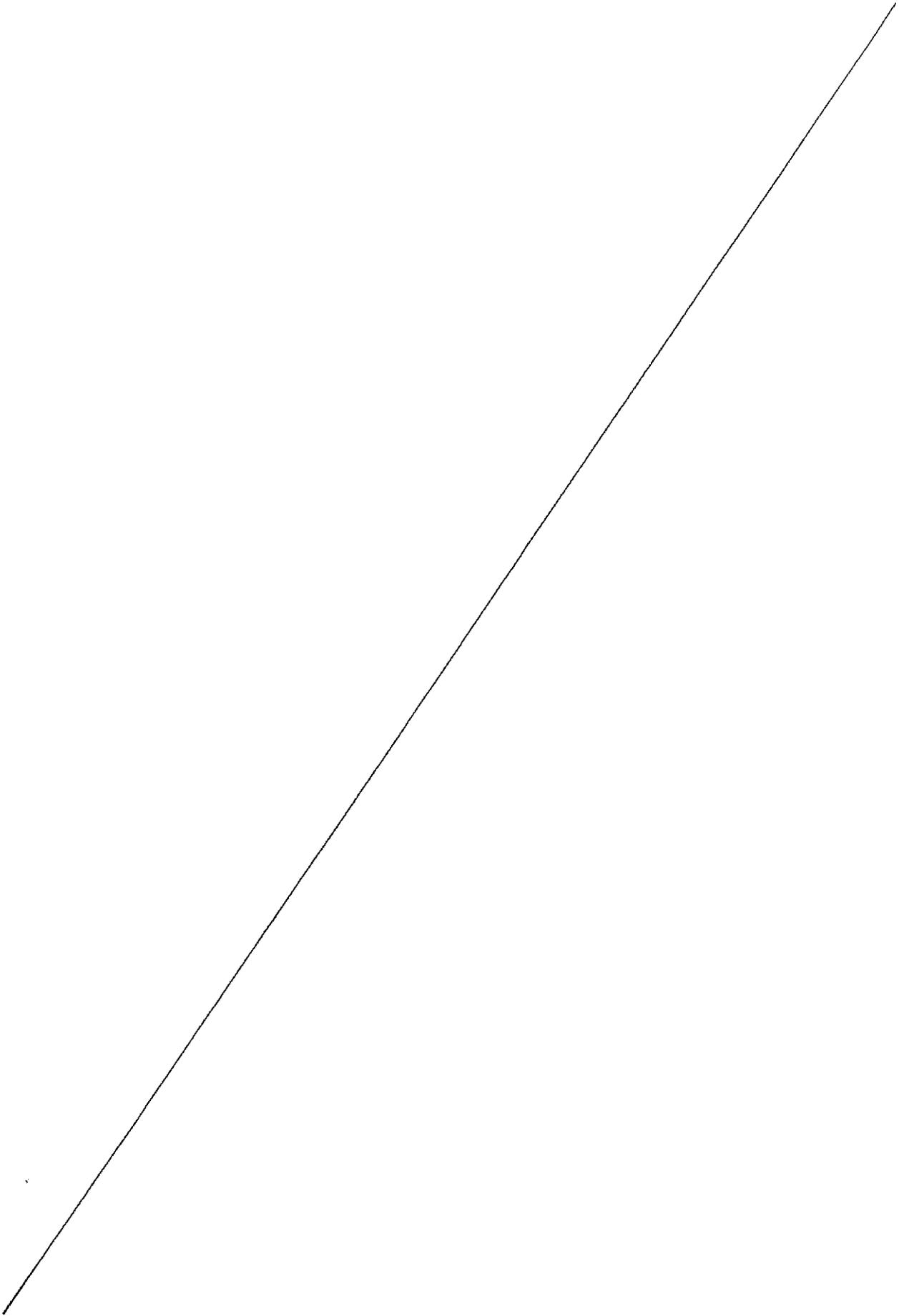


## Indice

---

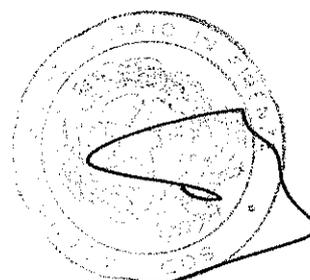
1. Andamento della Gestione 2022
2. Dati sintetici
3. Costi
4. Investimenti
5. Voci Patrimoniali
6. Situazione finanziaria
7. Principali Indicatori





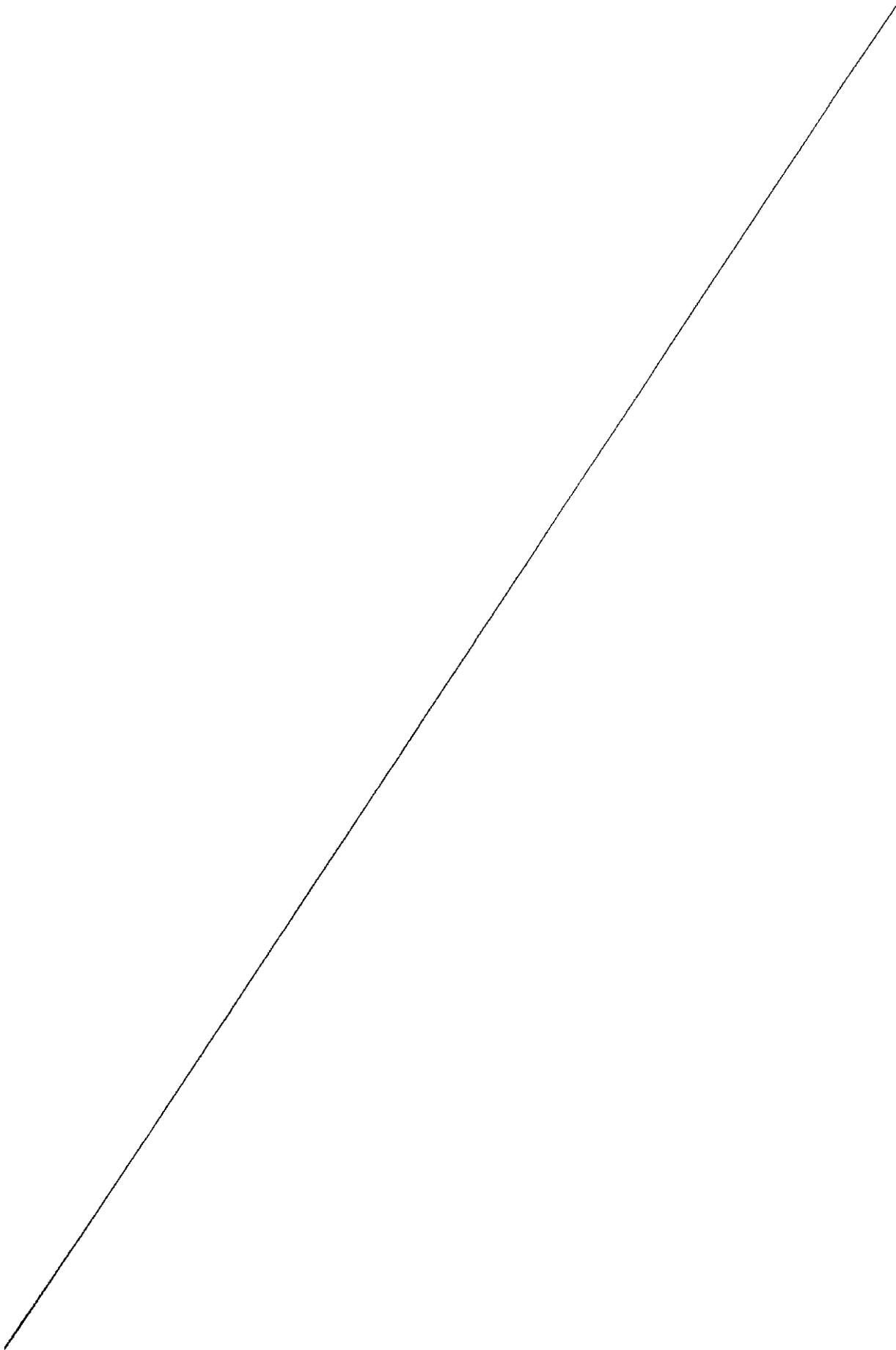
## 1. Andamento della Gestione 2022

1. Ricavi: sono stati costruiti in base alle Del. ARERA 580/2019 e Del. AIT 3/2020 del 26/06/2020 di approvazione delle tariffe e del PEF per il periodo regolatorio 2020-2023 successivamente approvati da ARERA il 16/02/2021 con Del. 59/2021. Sono stati contabilizzati il Premio QT (183/2022/R/idr del 26/04/2022) relativo alle annualità 2018-2019 pari a 0,89 M€. ed il caro-prezzi relativo al primo semestre 2021 pari a 0,28 M€.
2. Investimenti: realizzazione di 35,0 M€.
3. Finanziamenti: al 30/06 sono state rimborsate le quote in scadenza sia del Finanziamento BEI pari a 6,07 M€ che del Finanziamento Green pari a 16,92 M€. Il finanziamento da 10 M€ con Passadore è stato rinnovato per ulteriori 3 mesi ad un tasso fisso pari a 0,08%. Sono stati pagati i dividendi 2021 per 8 M€



*[Handwritten signature]*

*[Handwritten signature]*

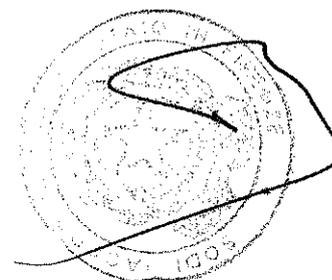


## 2. Dati sintetici – Conto Economico

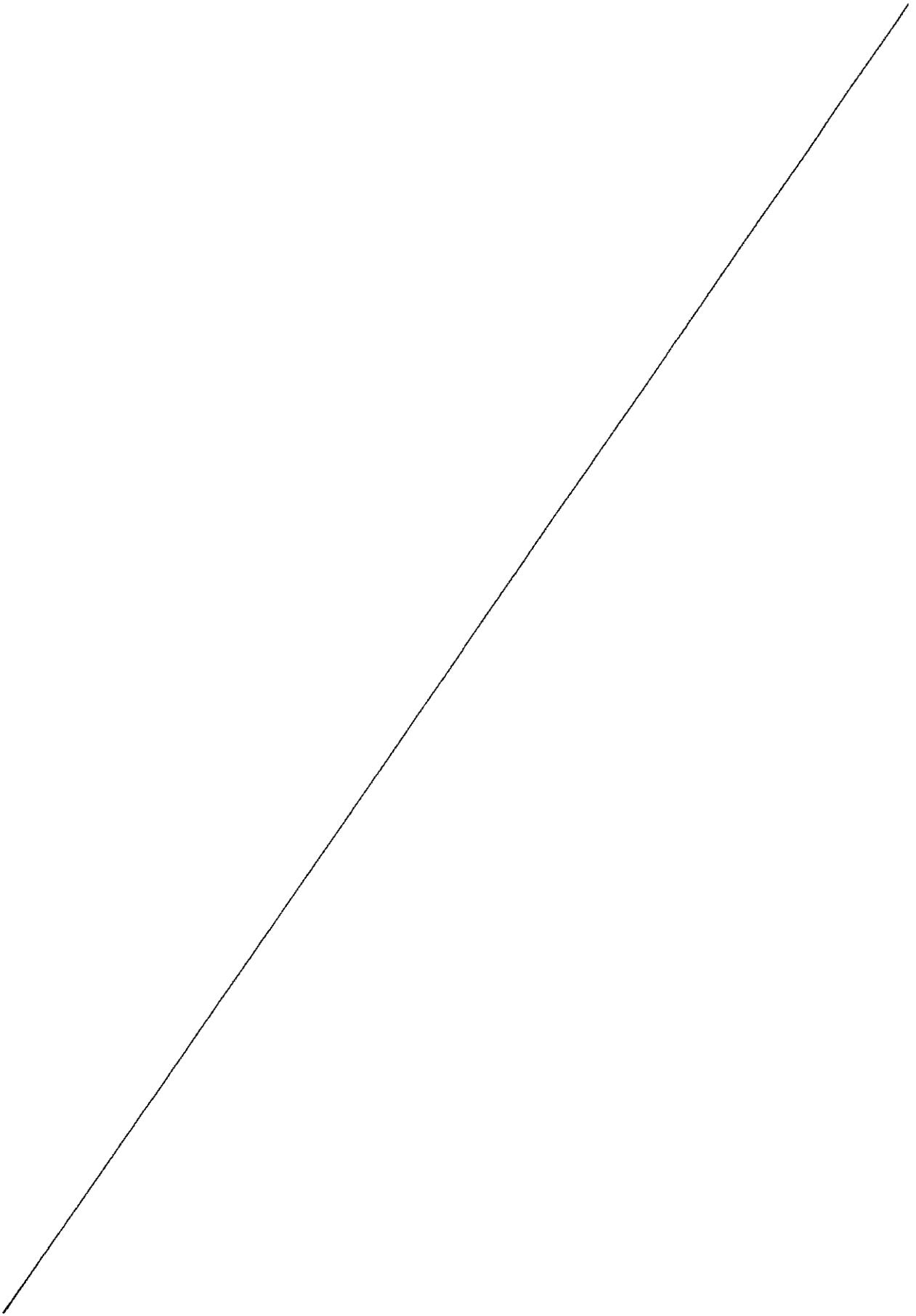
	Budget Giugno 2022		Semestrale 2022		SCOSTAMENTO Semestrale 2022 vs. Budget 2022	
Ricavi di Vendita	- 134.613.242	96,20	- 134.375.093	96,84	- 238.148	0,00
Ricavi da servizio idrico	- 118.339.655	84,57	- 117.753.534	84,86	- 586.120	0,00
Ricavi acqua all'ingrosso	- 196.859	0,14	- 196.859	0,14	-	-
Scarichi industriali	- 4.403.019	3,15	- 4.403.019	3,17	-	-
Ricavi Extratariffa	- 1.100.000	0,79	- 1.347.778	0,97	- 247.778	0,23
Altri ricavi	- 7.979.650	5,76	- 10.762.586	7,76	- 2.782.936	0,35
Altri ricavi garantiti	- 2.594.060	1,85	- 98.683	0,07	- 2.692.743	- 1,04
Incremento immobilizzazioni per Lavori Interni	- 5.320.985	3,80	- 4.379.779	3,16	- 941.216	- 0,18
<b>PRODOTTO DI ESERCIZIO</b>	<b>- 139.934.237</b>	<b>100,00</b>	<b>- 138.754.872</b>	<b>100,00</b>	<b>- 1.179.364</b>	<b>- 0,01</b>
Consumo materie	- 14.209.768	- 10,18	- 11.091.816	- 7,99	- 3.117.952	- 0,22
Acquisti	- 4.304.839	- 3,08	- 4.236.112	- 3,05	- 68.728	- 0,02
Energia Elettrica	- 9.904.929	- 7,08	- 6.997.596	- 5,04	- 2.907.333	- 0,29
Finanzenze Iniziali	- 1.099.182	- 0,79	- 1.000.507	- 0,72	- 98.675	- 0,09
Finanzenze Finali	- 1.099.182	- 0,79	- 1.142.399	- 0,82	- 43.217	- 0,04
<b>Margine Industriale Lordo</b>	<b>- 125.724.468</b>	<b>89,85</b>	<b>- 127.663.056</b>	<b>92,01</b>	<b>- 1.938.588</b>	<b>0,02</b>
Costi operativi	- 27.121.205	- 19,38	- 27.218.535	- 19,62	- 97.330	0,00
Costi per servizi	- 21.339.472	- 15,25	- 21.274.434	- 15,33	- 65.038	- 0,00
Costi godimento beni di terzi	- 1.321.992	- 0,94	- 1.498.485	- 1,08	- 176.493	0,13
Oneri diversi di gestione	- 4.459.742	- 3,19	- 4.445.617	- 3,20	- 14.125	- 0,00
<b>Valore aggiunto</b>	<b>- 98.603.263</b>	<b>70,46</b>	<b>- 100.444.521</b>	<b>72,39</b>	<b>- 1.841.257</b>	<b>0,02</b>
Costo Personale	- 17.677.085	- 12,63	- 17.061.573	- 12,30	- 615.512	- 0,03
<b>COSTI DI ESERCIZIO</b>	<b>- 69.098.058</b>	<b>- 42,17</b>	<b>- 55.571.922</b>	<b>- 39,91</b>	<b>- 3.636.133</b>	<b>- 0,08</b>
<b>MOL (EBITDA)</b>	<b>- 80.926.178</b>	<b>57,83</b>	<b>- 83.382.947</b>	<b>60,09</b>	<b>- 2.456.769</b>	<b>0,03</b>
Ammortamenti	- 66.537.545	- 47,55	- 62.484.790	- 45,03	- 4.052.755	- 0,06
Accantonamenti	- 400.000	- 0,29	- 983.708	- 0,71	- 583.708	1,46
Svalutazione crediti	- 1.050.000	- 0,75	- 1.593.344	- 1,15	- 543.344	0,52
<b>Reddito Operativo</b>	<b>- 12.936.633</b>	<b>9,25</b>	<b>- 18.321.105</b>	<b>13,20</b>	<b>- 5.382.472</b>	<b>0,42</b>
+/- Saggio Gestione Finanziaria	- 1.419.096	- 1,01	- 2.014.174	- 1,45	- 595.078	0,42
<b>Utile ante imposte</b>	<b>- 14.355.729</b>	<b>10,26</b>	<b>- 20.335.279</b>	<b>14,66</b>	<b>- 5.977.550</b>	<b>0,42</b>
Imposte	- 3.715.126	- 2,65	- 5.162.106	- 3,72	- 1.446.980	0,39
<b>Utile / Perdita dell'esercizio</b>	<b>- 10.640.603</b>	<b>7,61</b>	<b>- 15.173.174</b>	<b>10,94</b>	<b>- 4.530.571</b>	<b>0,43</b>

Di seguito alcuni punti di attenzione sui vari scostamenti:

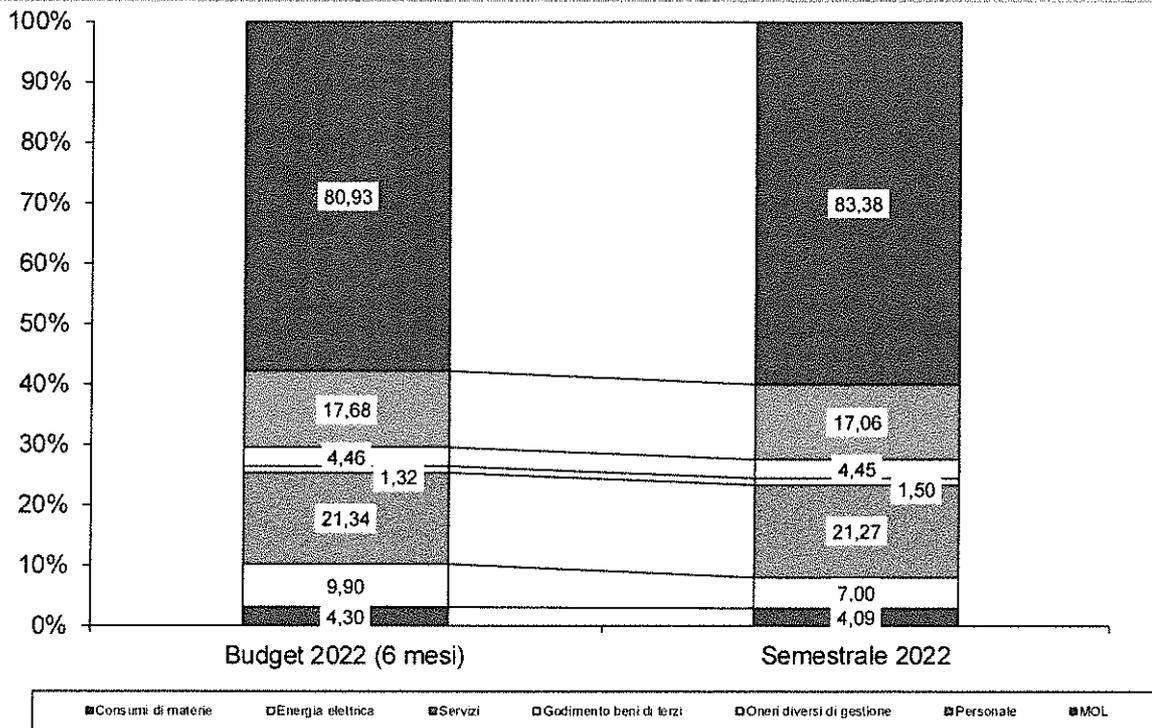
- la riduzione dei costi passanti (EE, oneri locali), che ha però un riflesso negativo sui ricavi garantiti,
- la riduzione del costo per personale è dovuta in parte al mancato utilizzo degli incentivi all'esodo ipotizzati che si pensa di recuperare entro la fine dell'anno e ad un'attenta politica di smaltimento ferie maturate e non godute,
- Gli ammortamenti che seguono una dinamica legata all'avanzamento non lineare degli investimenti che verrà riassorbito a fine anno
- La svalutazione crediti segue una dinamica non lineare legata all'aging dei crediti.
- La gestione finanziaria che risente del maggior valore dei proventi da partecipazione di Ingegnerie Toscane.



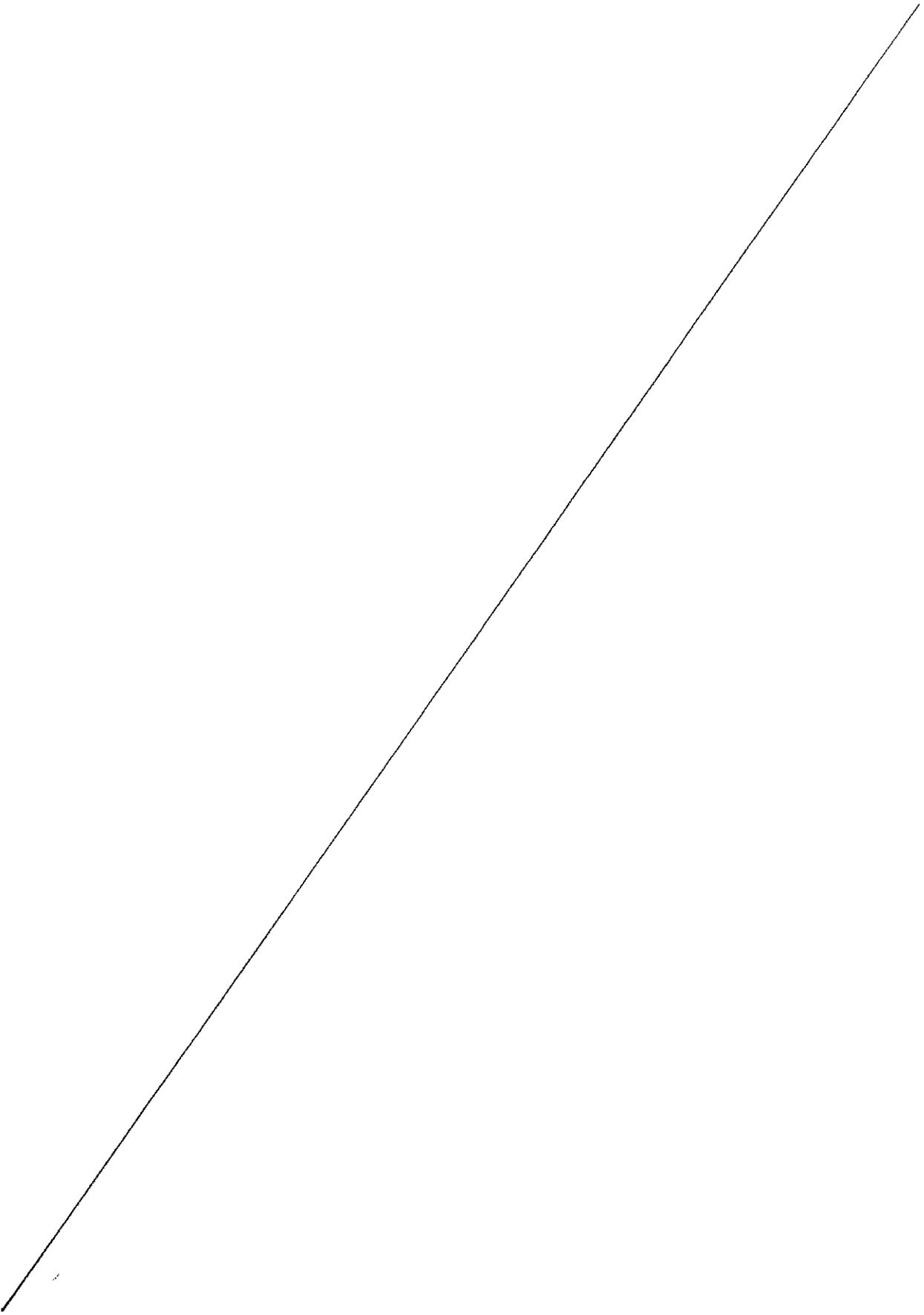
*[Handwritten signature]*



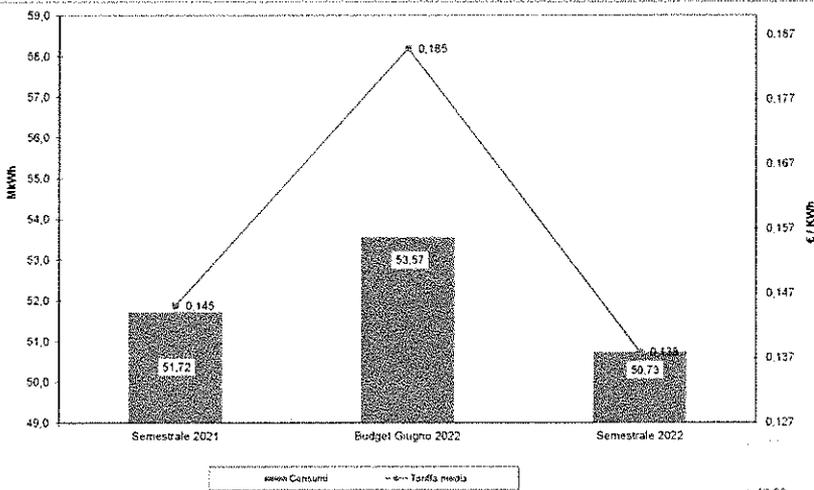
### 3. Costi – Valore della produzione (in milioni di euro)



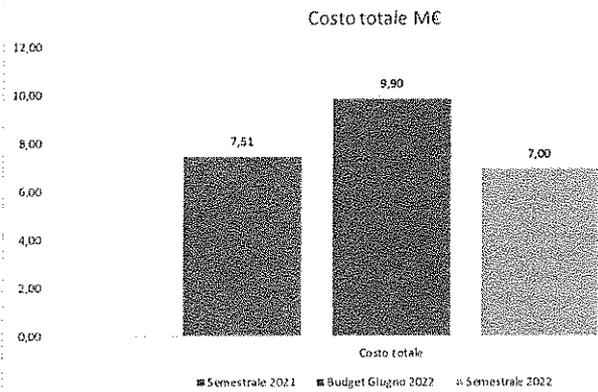
Riduzione di 3,6 M€ dei costi di gestione: -2,9 M€ del costo dell'energia elettrica, -0,1 M€ costi per servizi, -0,6 M€ costi del personale.



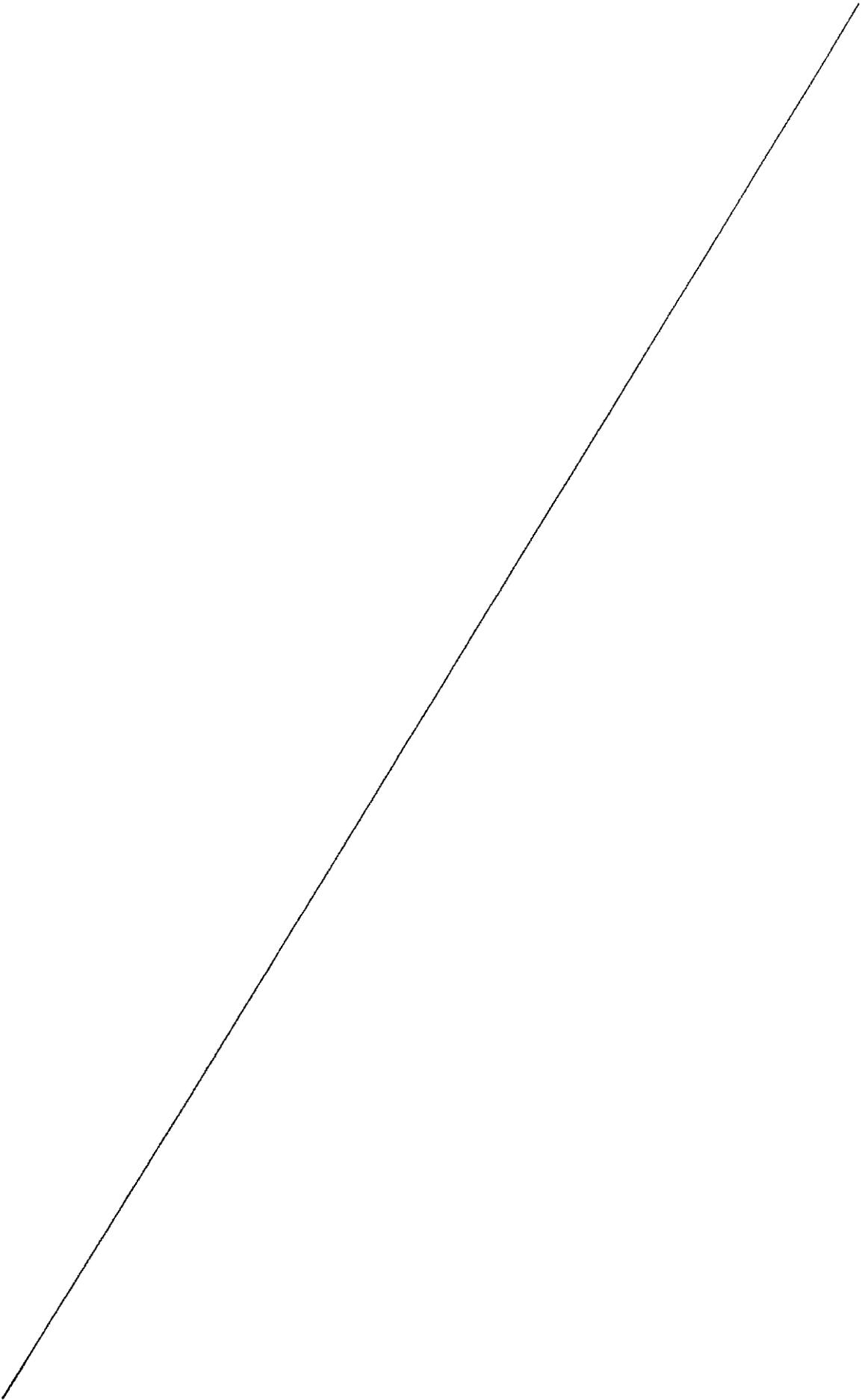
### 3. Costi – Energia Elettrica (in milioni di euro)



La riduzione dei consumi, dovuta all'efficientamento delle reti, si combina con una riduzione della tariffa media per le azioni messe in campo dal governo portando ad un risparmio complessivo pari a -2,9M€.

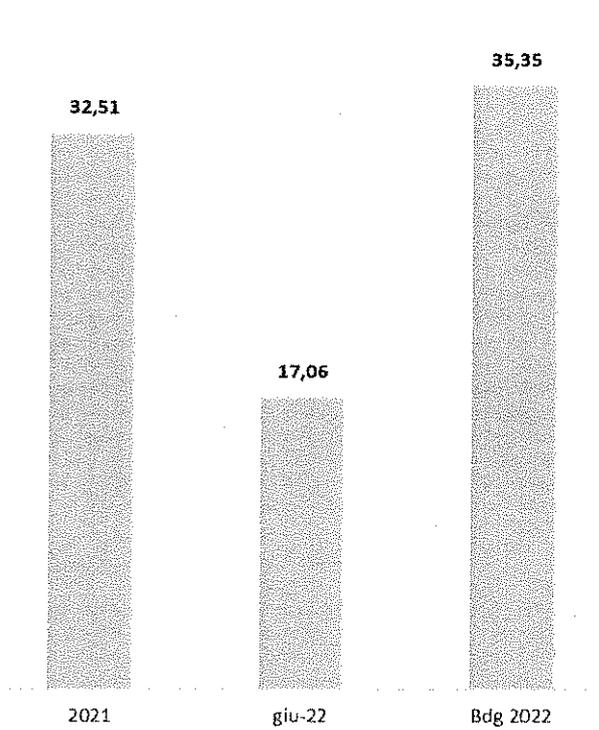


Handwritten signature and official stamp of the Municipality of Pinerolo.

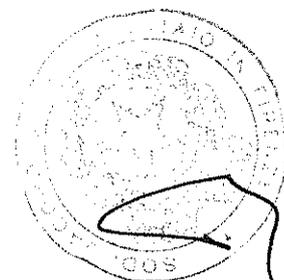


### 3. Costi- Personale (in milioni di euro)

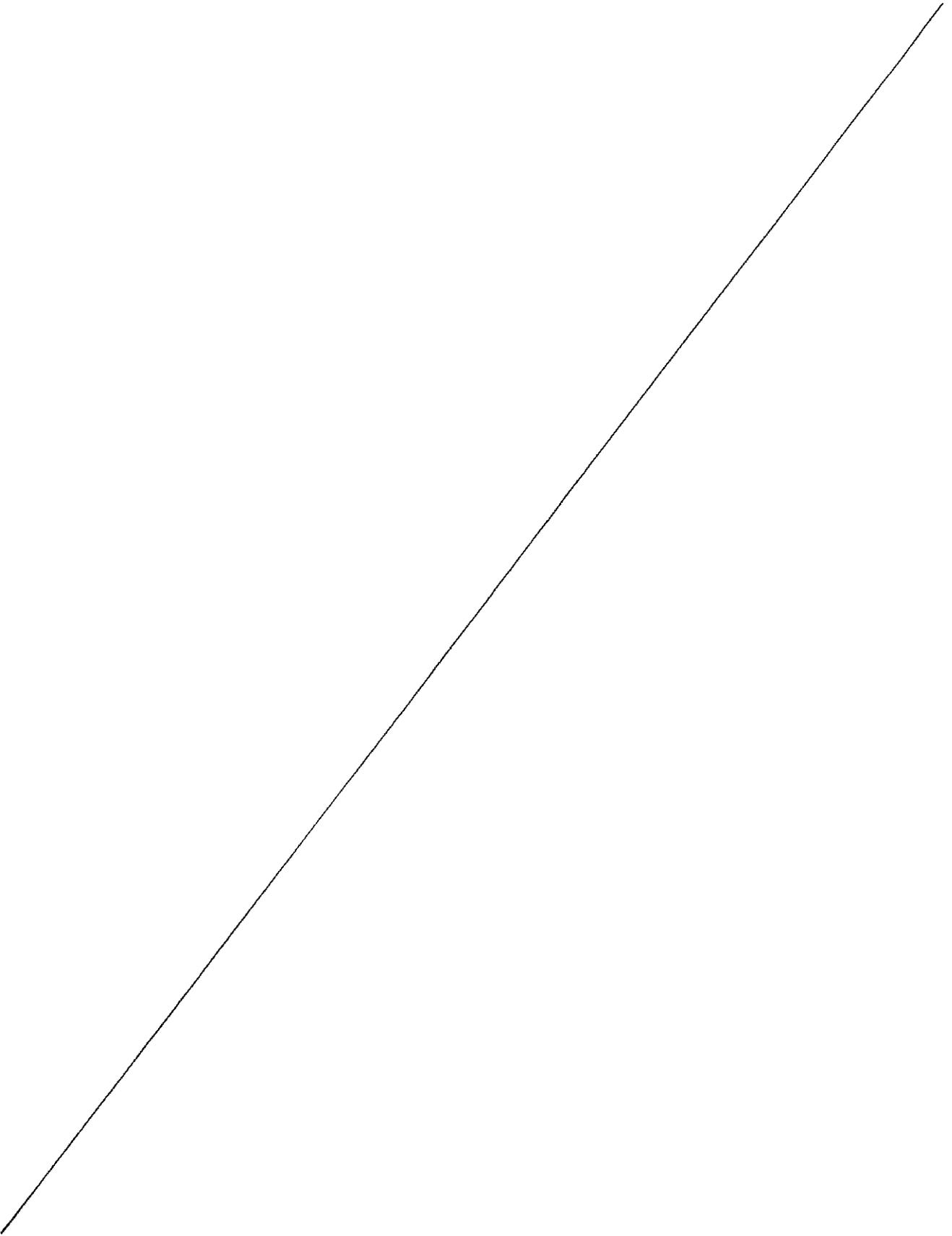
Costo del personale (mln €)



		N. Dipendenti	
		2021	giu-22
<b>Tot. Dip.</b>	↑	619	628
■ Dirigenti	■	4	4
□ Quadri	↑	22	25
■ Impiegati	↓	329	328
■ Operai	↑	264	271

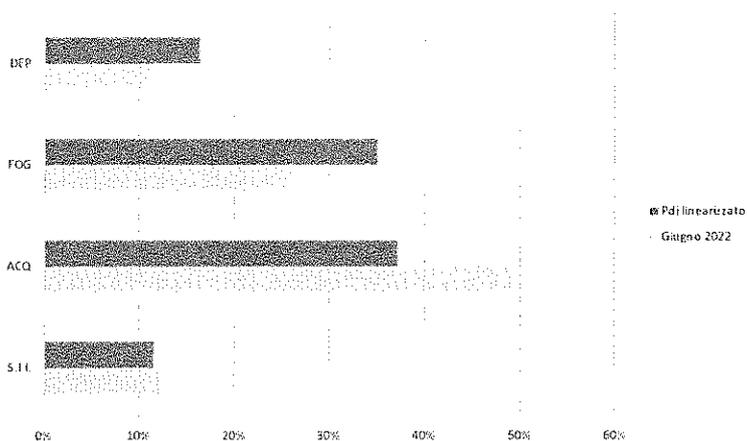


Handwritten signature and initials.



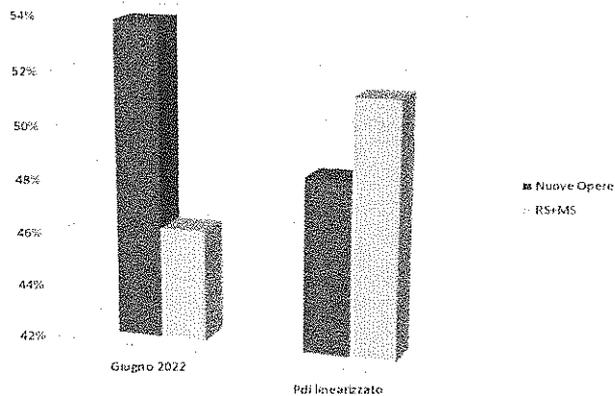
## 4. Investimenti

Investimenti per Servizio

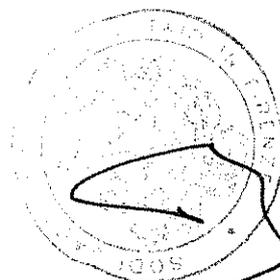


Le Nuove Opere, nel primo semestre 2022, risultano maggiori rispetto a quanto pianificato all'interno del Piano degli investimenti per l'anno 2022

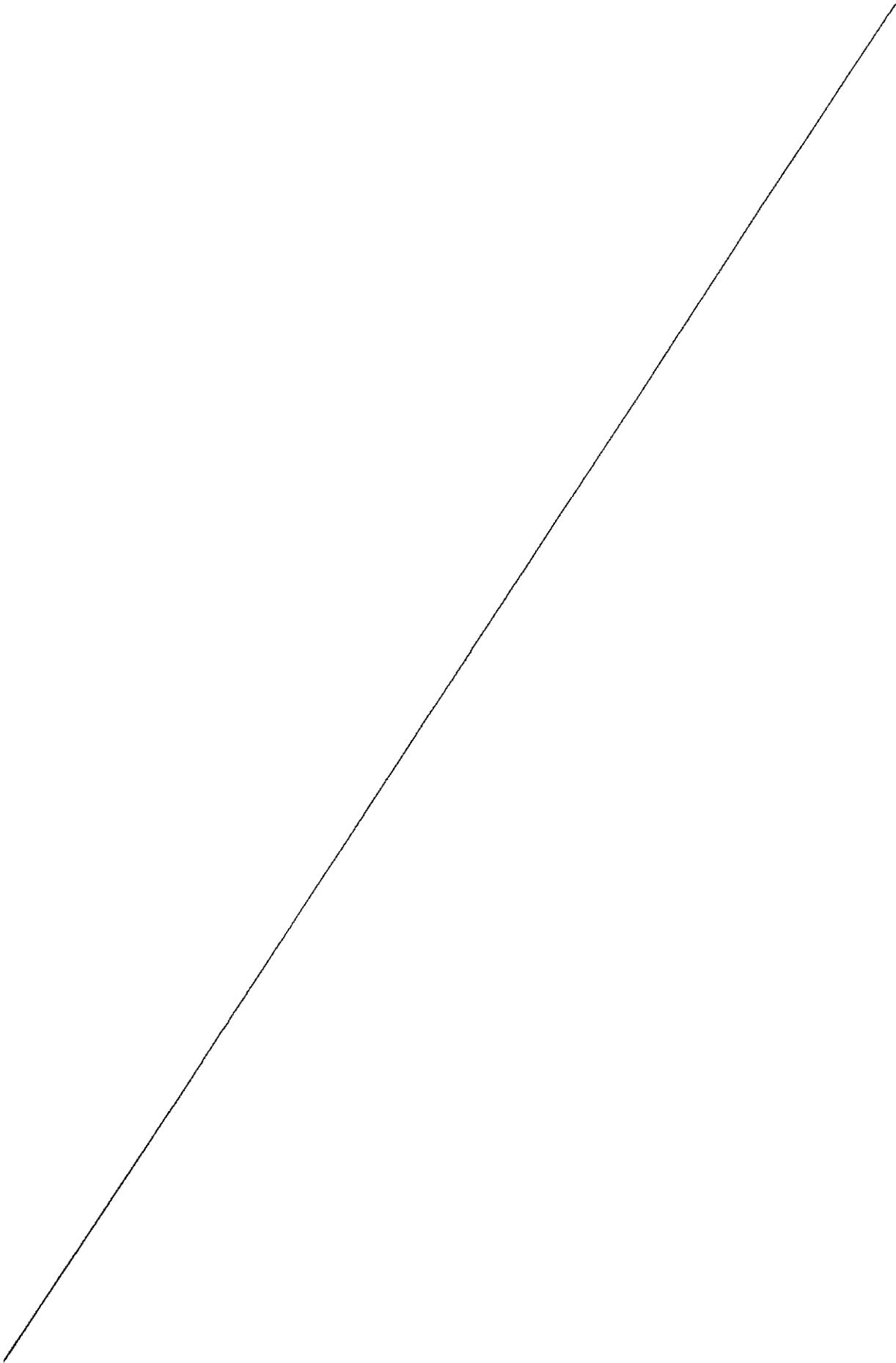
Investimenti per Tipologia



Tipologia Investimento	GIUGNO 2022	PDI LINEARIZZATO
NUOVE OPERE	18.822.013,70	17.007.639,85
RISANAMENTI E MANUTENZIONI	16.166.020,73	18.054.766,49
<b>TOTALE</b>	<b>34.988.034,43</b>	<b>35.062.406,33</b>

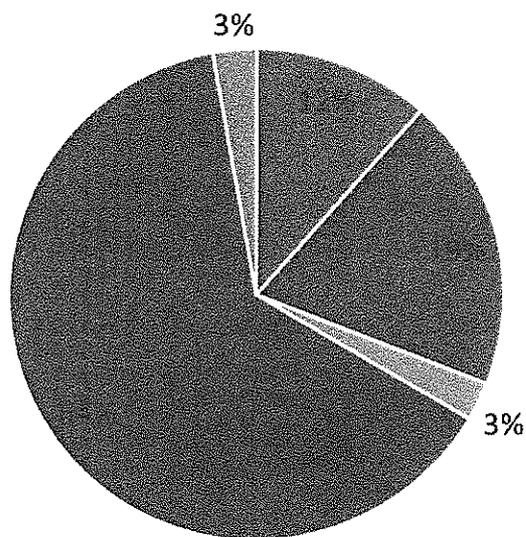


*[Handwritten signature]*

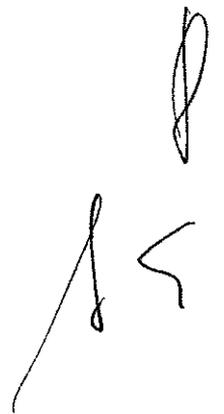
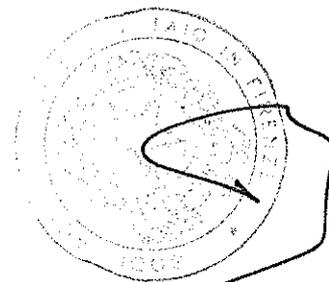


## 4. Investimenti

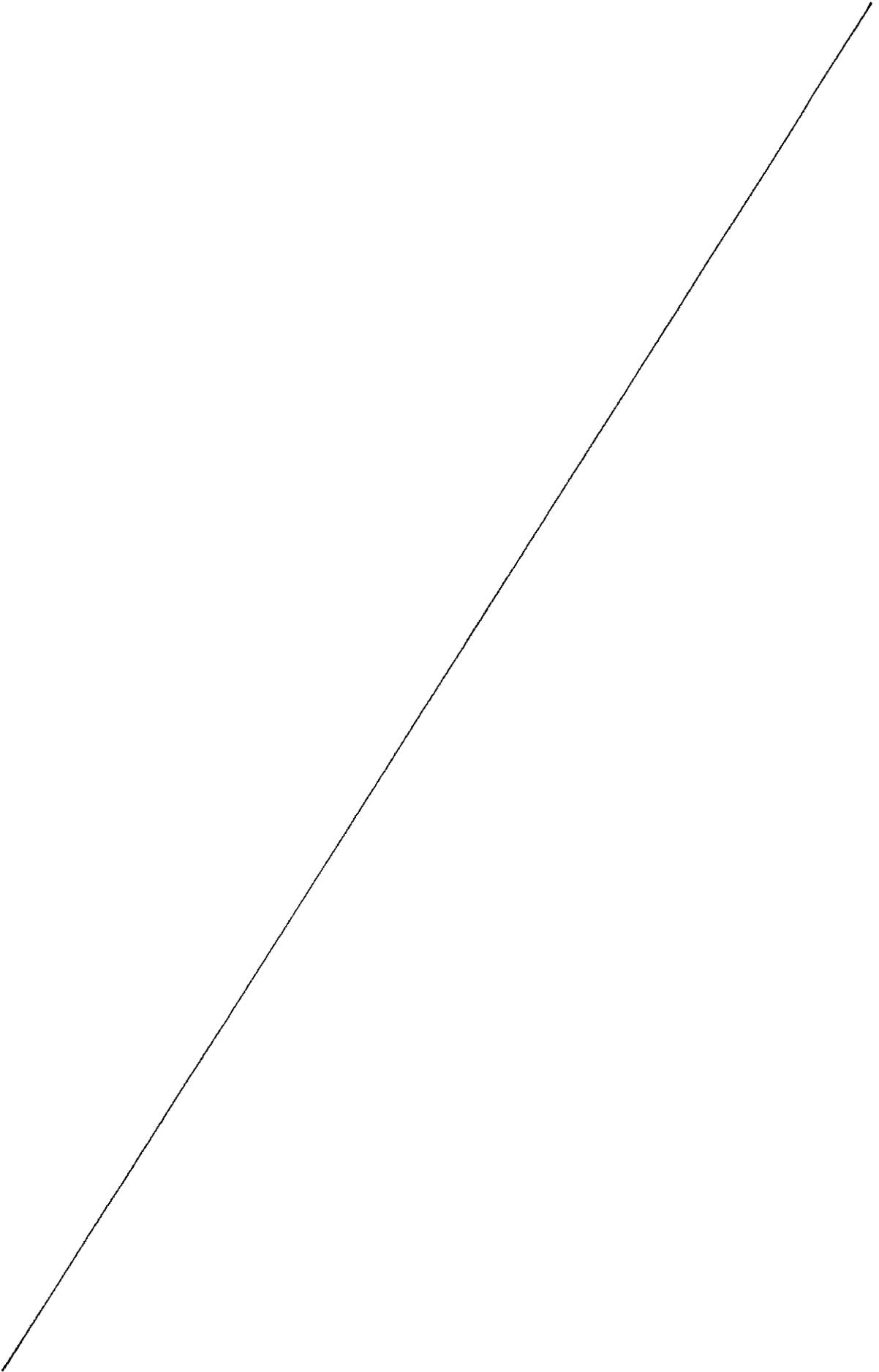
COMPOSIZIONE INVESTIMENTI



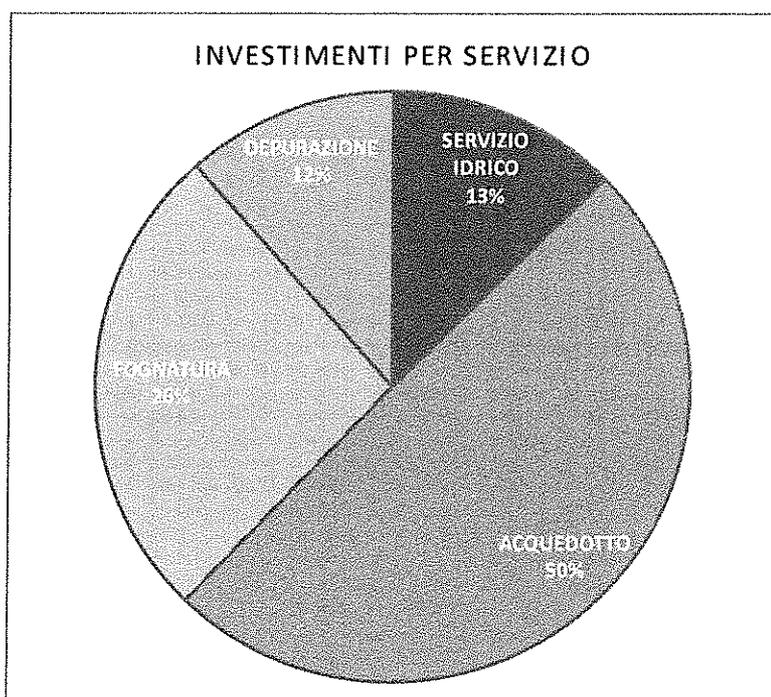
- Immobilizzazioni Immateriali e Materiali
- Impianti di trattamento
- Contatori
- Conduzze e opere idrauliche fisse
- Nuovi Allacciamenti



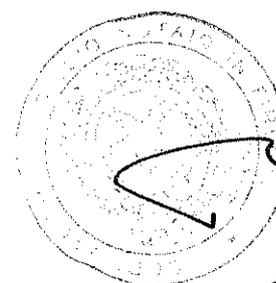
Handwritten signature.



## 4. Investimenti

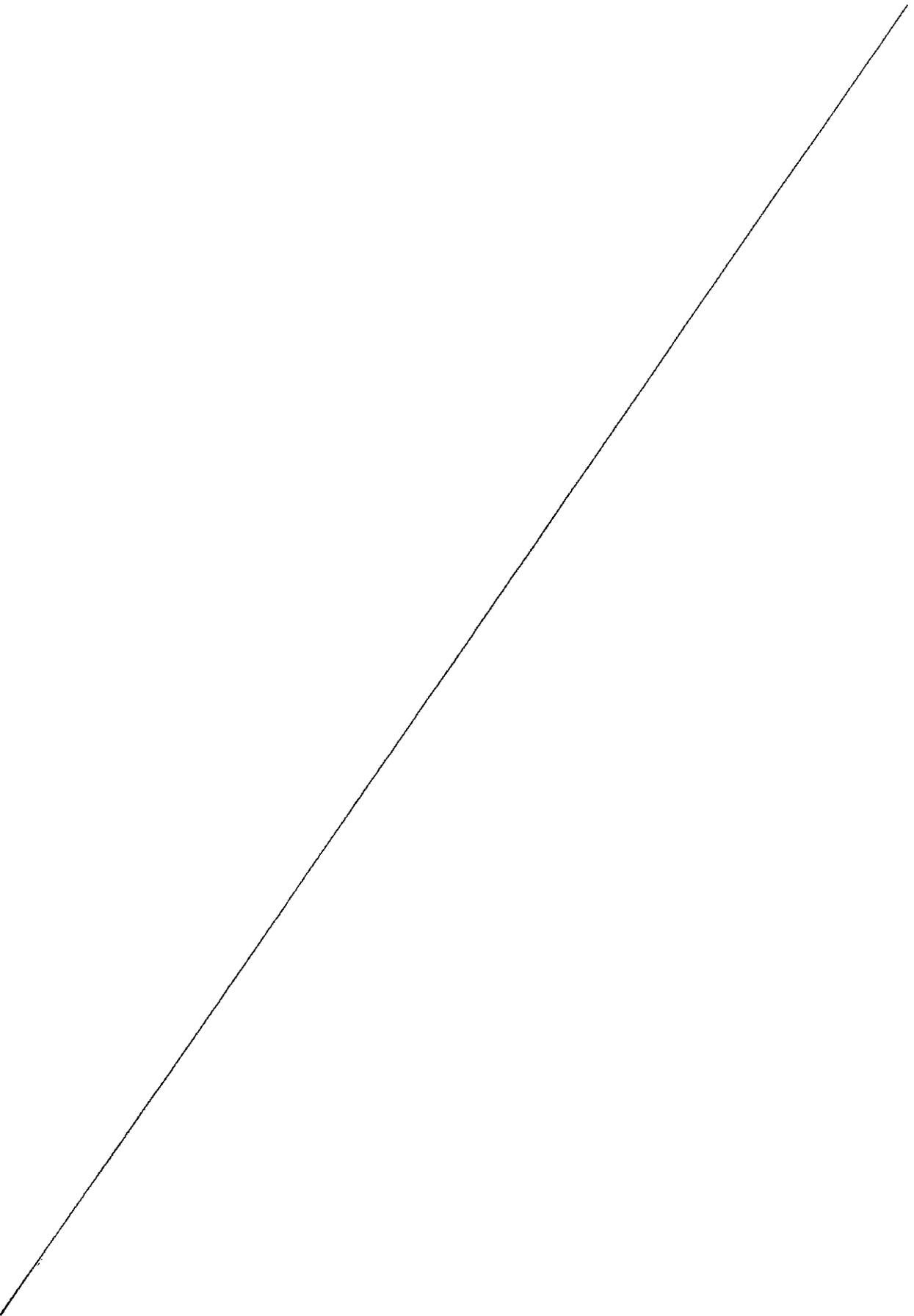


SERVIZIO	Giugno 2022	%
SERVIZIO IDRICO	4.392.459,33	13%
ACQUEDOTTO	17.350.985,82	50%
FOGNATURA	9.193.244,66	26%
DEPURAZIONE	4.051.344,61	12%
<b>TOTALE</b>	<b>34.988.034,43</b>	<b>100%</b>



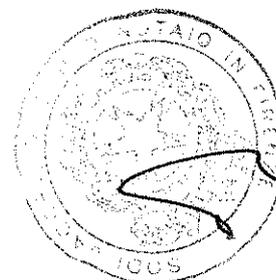
*[Handwritten signature]*

*[Handwritten signature]*

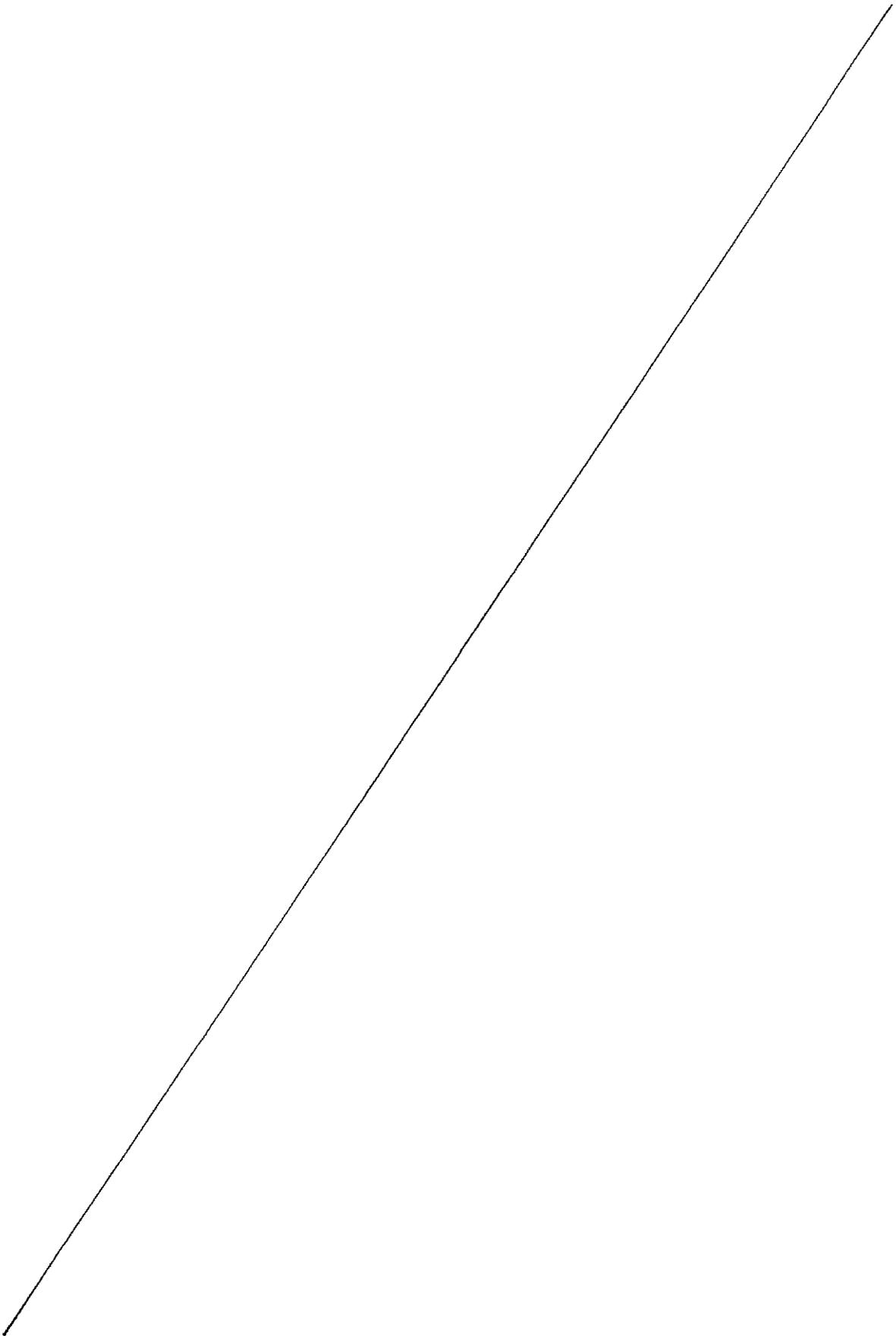


## 5. Voci Patrimoniali– Situazione Patrimoniale (in milione di euro)

	BILANCIO 2021	GIUGNO 2022	SCOST. GIUGNO 2022 BILANCIO 2021
<b>ATTIVITÀ A BREVE</b>			
Cassa e Banche	36.420	32.999	-3.421
Crediti Commerciali	102.543	97.352	-5.191
Giacenze di Magazzino	940	1.079	139
Ratei e Risconti Attivi	1.104	378	-726
Altre attività a Breve	12.104	10.942	-1.162
<b>Totale attività a breve</b>	<b>153.111</b>	<b>142.750</b>	<b>-10.361</b>
<b>ATTIVITÀ IMMOBILIZZATE</b>			
Immobilizzazioni Materiali	164.226	163.864	-362
Immobilizzazioni Immateriali	346.176	318.117	-28.058
Partecipazioni e Titoli	619	619	0
Altre Attività Fisse	65.488	65.648	160
<b>Totale immobilizzazioni</b>	<b>576.508</b>	<b>548.248</b>	<b>-28.260</b>
<b>TOTALE ATTIVITÀ</b>	<b>729.619</b>	<b>690.998</b>	<b>-38.621</b>
<b>PASSIVITÀ A BREVE</b>			
Banche a Breve	55.984	81.096	25.112
Fornitori	61.452	47.468	-13.984
Altri Debiti	47.553	31.574	-15.979
Debiti per imposte	1.918	6.838	4.919
<b>Totale passività a breve</b>	<b>166.907</b>	<b>166.976</b>	<b>69</b>
<b>PASSIVITÀ A MEDIO/LUNGO TERMINE</b>			
Banche a Medio/Lungo	171.241	133.333	-37.908
Altre Passività Pluriennali	92.968	84.917	-8.051
Fondi per Rischi ed Oneri	11.695	11.757	62
Fondo FFR	4.934	4.968	34
<b>Totale passività ML termine</b>	<b>280.838</b>	<b>234.974</b>	<b>-45.863</b>
<b>TOTALE PASSIVITÀ</b>	<b>447.745</b>	<b>401.951</b>	<b>-45.794</b>
<b>PATRIMONIO NETTO</b>			
Capitale Sociale	150.280	150.280	0
Riserve	116.205	123.594	7.389
Utile Netto	15.389	15.173	-216
<b>Totale Patrimonio Netto</b>	<b>281.874</b>	<b>289.047</b>	<b>7.173</b>
<b>TOTALE</b>	<b>729.619</b>	<b>690.998</b>	<b>-38.621</b>

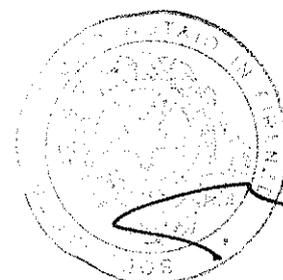


*[Handwritten signature]*

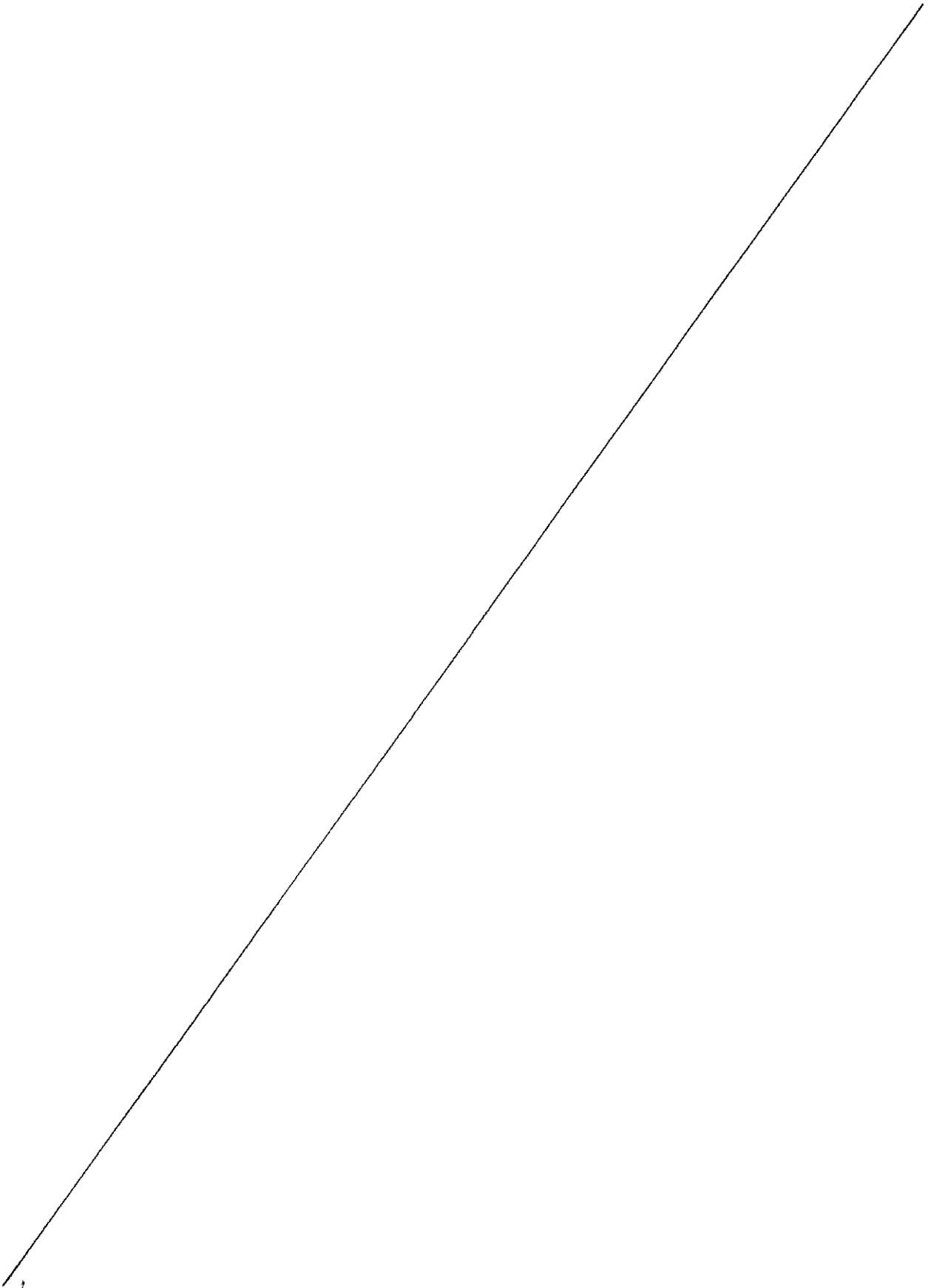


## 5. Voci Patrimoniali – Crediti (in migliaia di euro)

Descrizione	BILANCIO 2021	GIUGNO 2022	SCOST. GIUGNO 2022 BILANCIO 2021
Crediti videnti-clienti lordi (crediti + transiti incassati)	50.840	51.034	194
<b>Totale fatture emesse per crediti commerciali</b>	<b>50.840</b>	<b>51.034</b>	<b>194</b>
Bollette da emettere	30.443	31.314	872
Crediti videnti per fatture da emettere	1.969	1.500	-469
<i>Fatture da emettere</i>	<i>32.412</i>	<i>32.814</i>	<i>402</i>
<b>Totale fatture da emettere e conguagli da riconoscere</b>	<b>32.412</b>	<b>32.814</b>	<b>402</b>
<b>Totale Crediti Commerciali lordi</b>	<b>83.252</b>	<b>83.848</b>	<b>596</b>
Crediti viconsociate-correlate emesse	3.617	2.644	-973
<b>Totale fatture emesse a controllate/consociate e collegate</b>	<b>3.617</b>	<b>2.644</b>	<b>-973</b>
Crediti viconsociate-correlate da emettere	1.370	610	-760
Crediti v imprese collegate da emettere	412	242	-170
<b>Totale fatture da emettere a controllate/consociate e collegate</b>	<b>1.782</b>	<b>852</b>	<b>-930</b>
<b>Totale crediti verso controllate e consociate</b>	<b>4.988</b>	<b>3.254</b>	<b>-1.733</b>
<b>Totale crediti verso collegate</b>	<b>412</b>	<b>242</b>	<b>-170</b>
<b>Totale Crediti Commerciali e imprese controllate</b>	<b>88.651</b>	<b>87.343</b>	<b>-1.307</b>
Fondo svalutazione crediti	13.289	14.082	-793
<b>Totale Crediti Commerciali neti</b>	<b>75.362</b>	<b>73.262</b>	<b>-2.101</b>
Crediti diversi per contributi da fatturare	19.624	18.891	-1.033
Altri crediti diversi	7.257	5.200	-2.057
<b>Totale Crediti Vari</b>	<b>27.181</b>	<b>24.091</b>	<b>-3.090</b>
<b>Totale Crediti Commerciali e Crediti vari</b>	<b>102.643</b>	<b>97.353</b>	<b>-5.191</b>
Conguagli su ricavo da riconoscere	65.488	65.648	160
<b>Totale Conguagli su ricavo da riconoscere</b>	<b>65.488</b>	<b>65.648</b>	<b>160</b>
<b>Totale Crediti Commerciali e Crediti Diversi</b>	<b>168.031</b>	<b>163.001</b>	<b>-5.030</b>
Crediti Tributari	1.572	497	-1.074
Crediti per imposte Anticipate	10.532	10.444	-88
<b>Totale Crediti di Natura Tributaria</b>	<b>12.104</b>	<b>10.942</b>	<b>-1.162</b>
<b>Totale Crediti</b>	<b>180.135</b>	<b>173.942</b>	<b>-6.192</b>



*[Handwritten signature]*



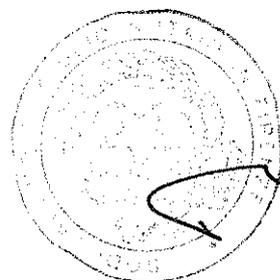
## 5. Voci Patrimoniali – Debiti (in migliaia di euro)

Debiti Correnti	BILANCIO 2021	GIUGNO 2022	SCOST. GIUGNO 2022 BILANCIO 2021
<b>Fornitori</b>	<b>75.733</b>	<b>57.736</b>	- 17.997
<i>Fatture da ricevere</i>	50.568	38.490	- 12.078
<i>Fatture ricevute</i>	25.165	19.246	- 5.919
<b>Altri Debiti a Breve Termine</b>	<b>31.266</b>	<b>19.216</b>	- 12.050
<i>Debiti per canone di concessione</i>	20.366	3.193	- 17.173
<i>Altri debiti</i>	10.900	16.022	5.122
<b>Debiti Tributarî</b>	<b>1.918</b>	<b>6.838</b>	4.919
<i>Debiti tributarî</i>	1.918	6.838	4.919
<b>Passività Pluriennali</b>	<b>29.523</b>	<b>26.646</b>	- 2.878
<i>Depositi Cauzionali</i>	29.523	26.646	- 2.878
<b>Totale</b>	<b>138.440</b>	<b>110.435</b>	- 28.005

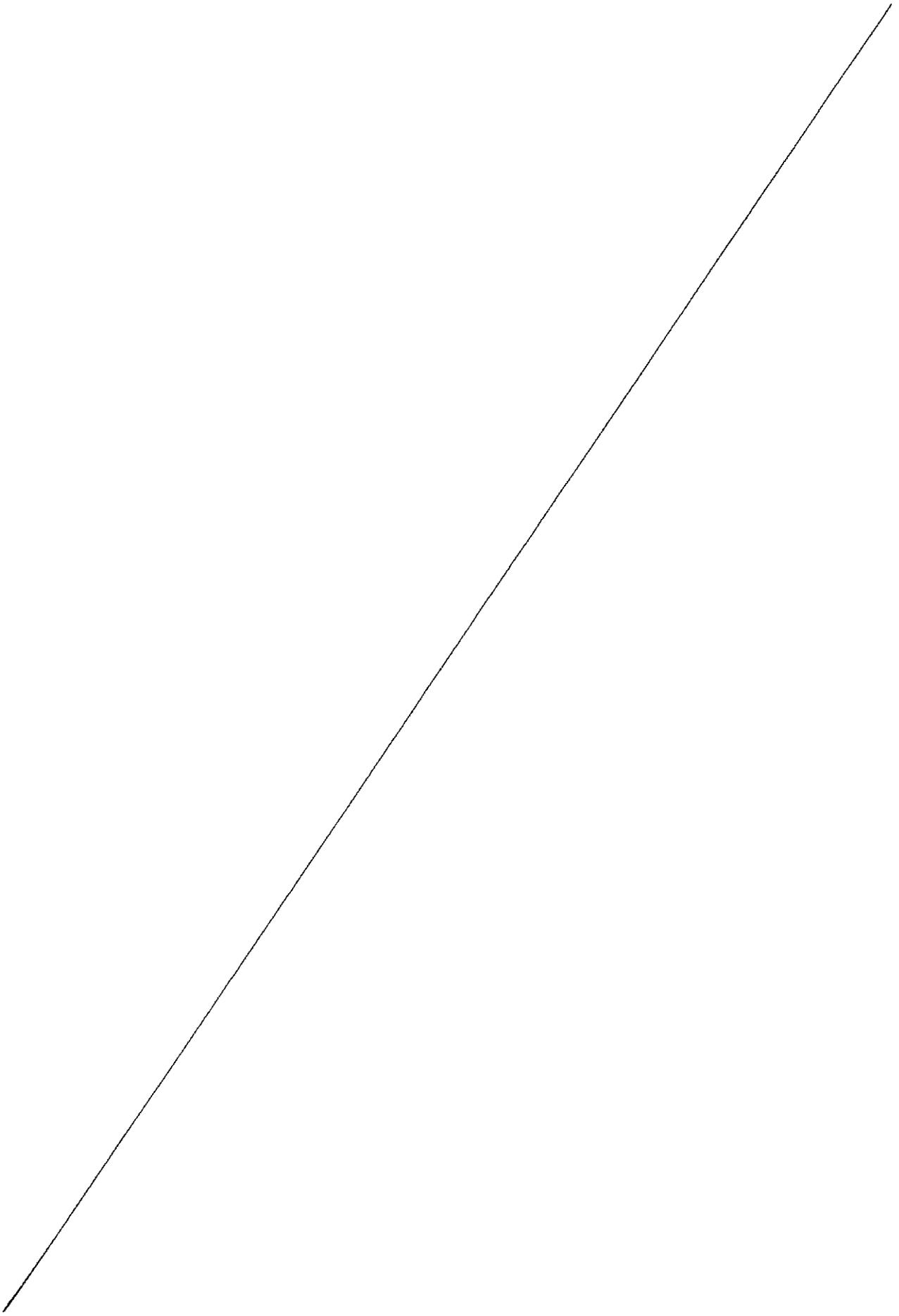
Il valore dei debiti correnti è diminuito rispetto al Bilancio 2021 (-28,0 M€).

In particolare nel 2022 si registra:

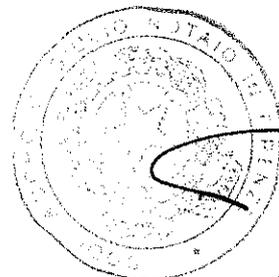
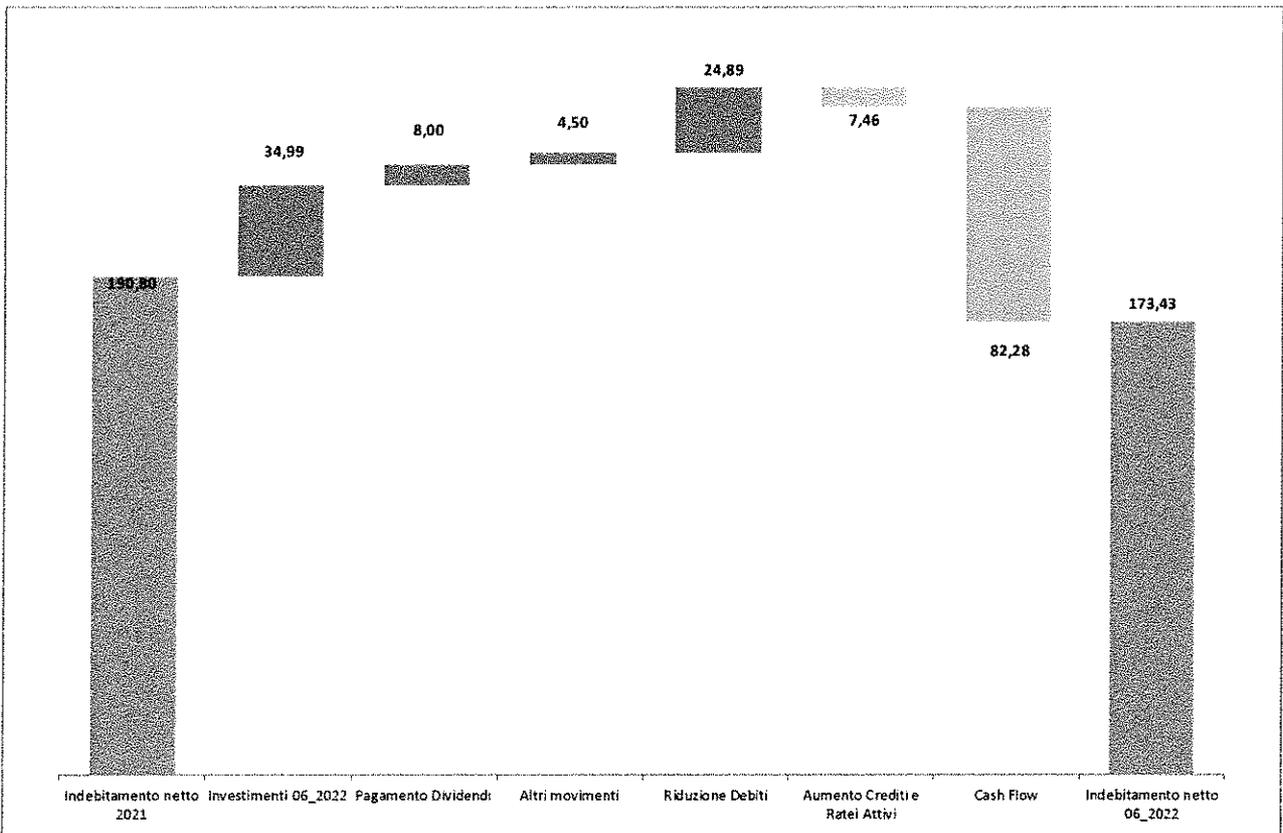
- un decremento dei debiti verso fornitori (-18,0 M€) imputabile ad un decremento dei debiti per fatture ricevute (-12,1 M€) e ad un decremento dei debiti per fatture da ricevere (-5,9 M€);
- un decremento degli altri debiti a breve termine (+12,0 M€);
- un incremento dei debiti tributarî (+4,9 M€);
- un decremento dei depositi cauzionali (-2,9 M€).



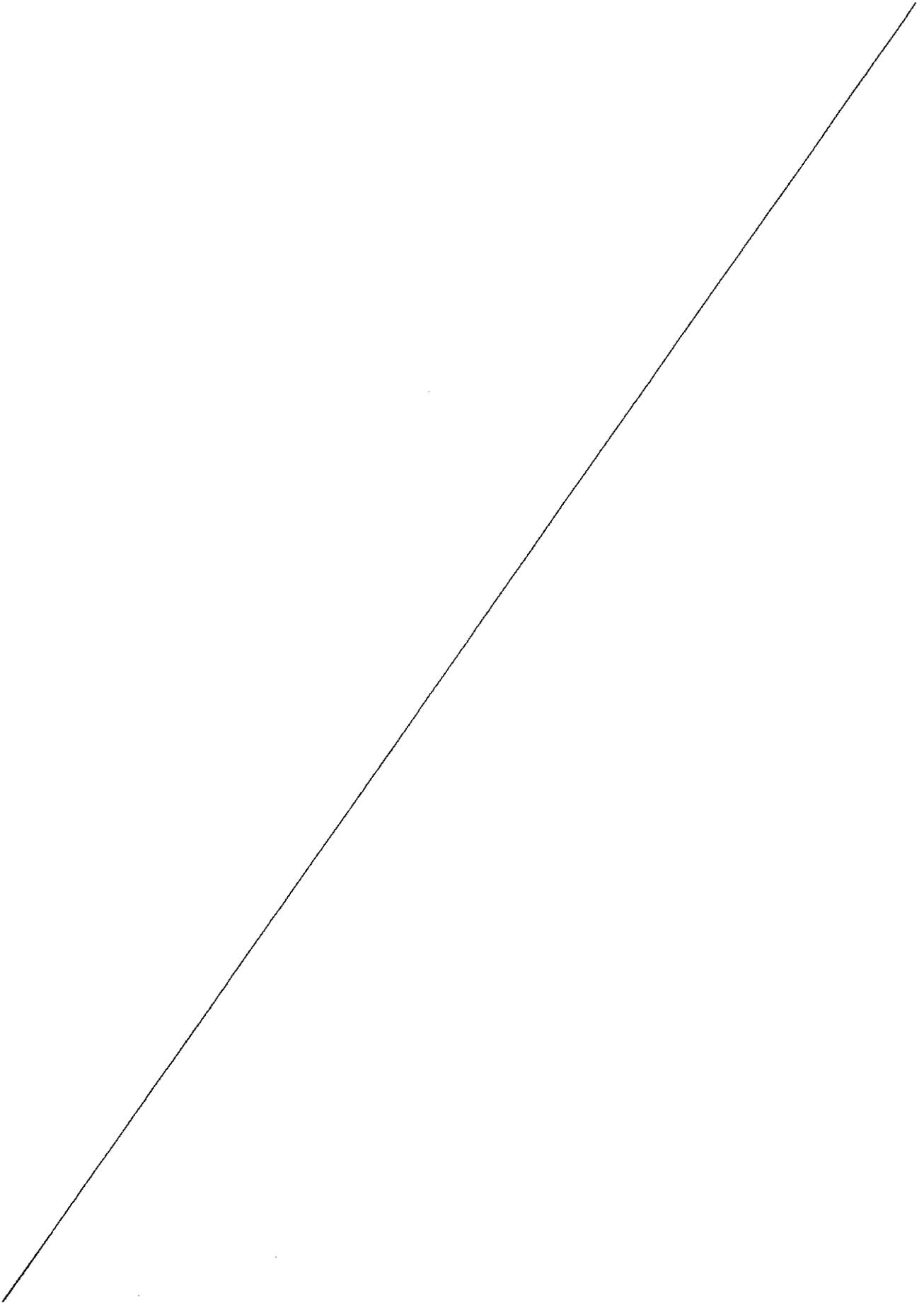
*[Handwritten signature]*



## 6. Posizione Finanziaria Netta (PFN) (in milione di euro)



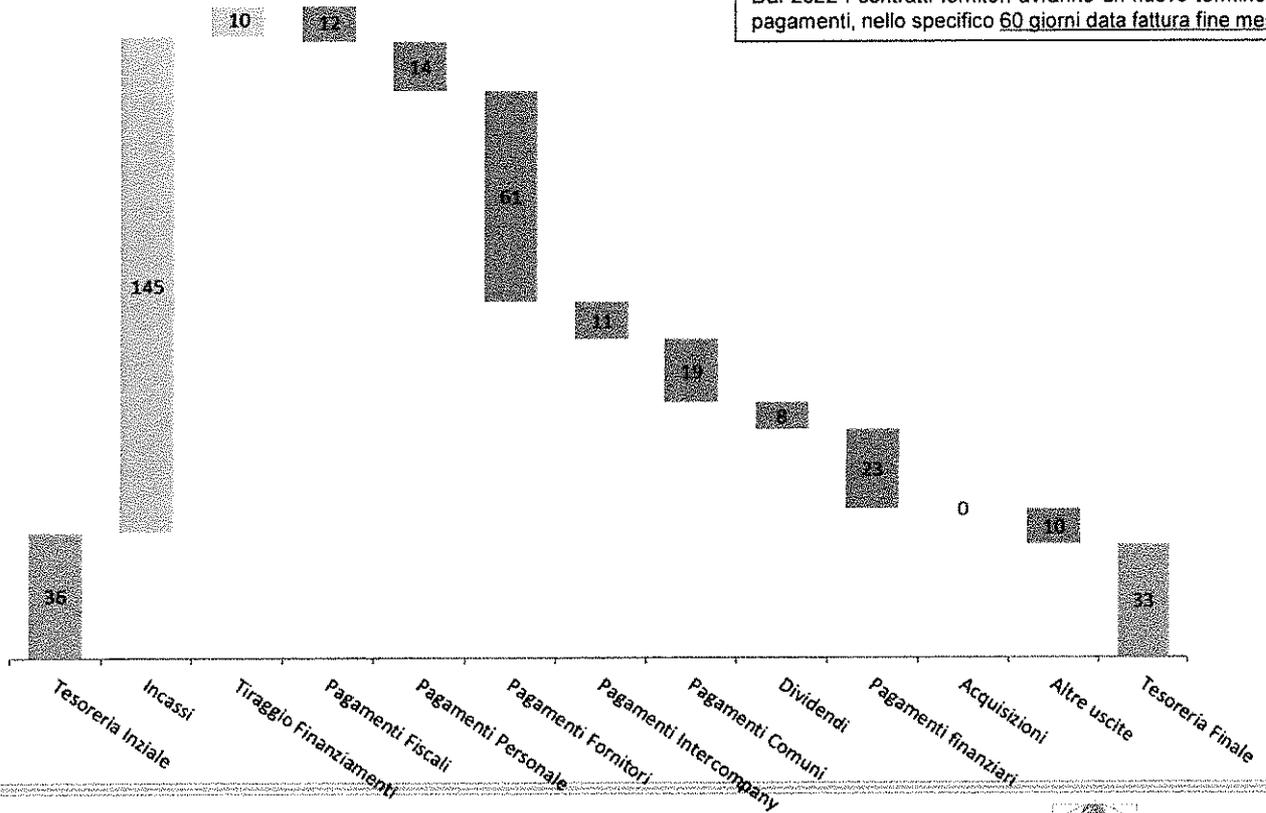
*P*  
*S*

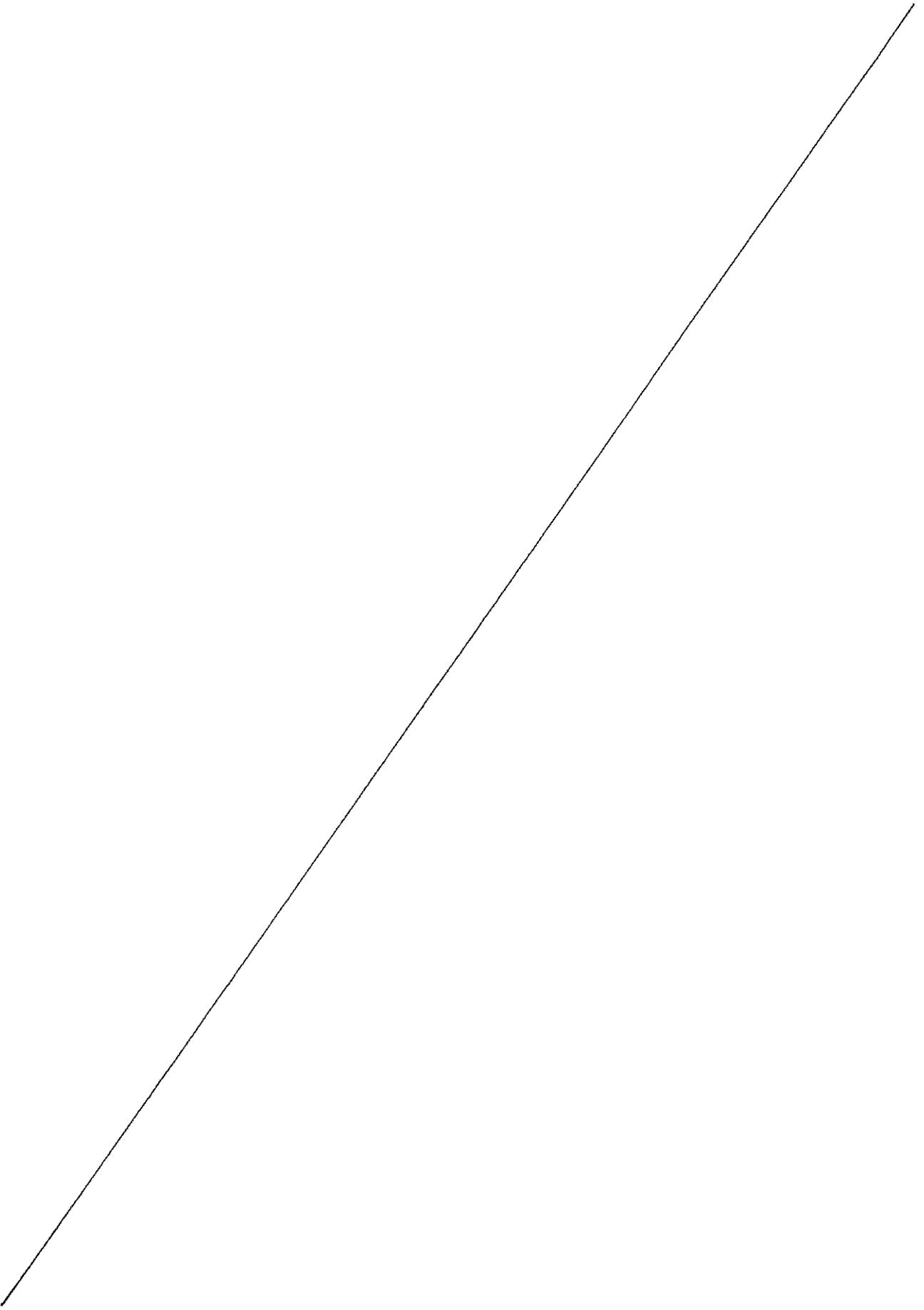


## 6. Andamento Disponibilità Liquide (in milione di euro)

• Tiraggio di 10 mln euro fin.to Passadore

Dal 2022 i contratti fornitori avranno un nuovo termine per i pagamenti, nello specifico 60 giorni data fattura fine mese





## 7. Riepilogo– Indicatori finanziari

2021	
<b>Immobilizzazioni Nette</b> Attivo Fisso: € € 509.881.133	<b>Patrimonio Netto:</b> € 281.768.269
	<b>TFR e fondi</b> Passivo Fisso: € 16.972.364
<b>Crediti Commerciali</b> Liquidità differite: € 109.024.018 Attività Fisso: € 66.718.681	<b>Debiti Finanziari</b> Passivo Finanziamento: € 227.224.530 di cui passivo corrente: € 10.000.000 di cui passivo fisso: € 217.224.530
<b>Banca e Cassa</b> Liquidità immediate: € 36.444.647	<b>Debito Commerciali</b> Passività correnti: € 105.258.518 Passivo Fisso: € 90.844.797

Giu-2022	
<b>Immobilizzazioni Nette</b> Attivo Fisso: €481.981.285	<b>Patrimonio Netto:</b> € 289.047.466
	<b>TFR e fondi</b> Passivo Fisso: € 16.724.741
<b>Crediti Commerciali</b> Liquidità differite: € 109.751.088 Attività Fisso: € 66.266.683	<b>Debiti Finanziari</b> Passivo Finanziamento: € 214.428.584 di cui passivo corrente: € 81.098.000 di cui passivo fisso: € 133.332.584
<b>Banca e Cassa</b> Liquidità immediate: € 32.998.731	<b>Debiti Commerciali</b> Passività correnti: € 83.788.888 Passivo Fisso: € 87.008.108

Quoziente primario di struttura = **0,49**  
(PN/ attivo fisso)

Quoziente di Tesoreria = **1,26**  
(Liq diff + imm)/ pass correnti

Quoziente secondario di struttura = **1,05**  
(PN+ passivo fisso) / attivo fisso

Quoziente di indebitamento = **1,56**  
(Pass a medio lungo term + pass corrente) / PN

Quoziente di ind. finanziario = **0,81**  
(Passivo di finanziamento / PN)

Quoziente primario di struttura = **0,53**  
(PN/ attivo fisso)

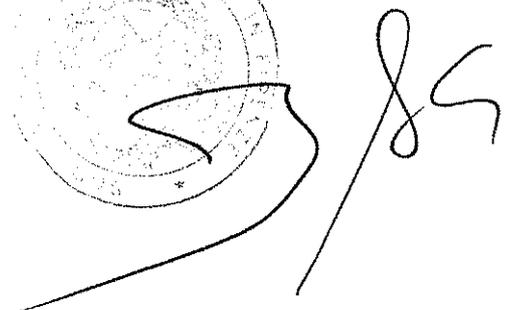
Quoziente di Tesoreria = **0,87**  
(Liq diff + imm)/ pass correnti

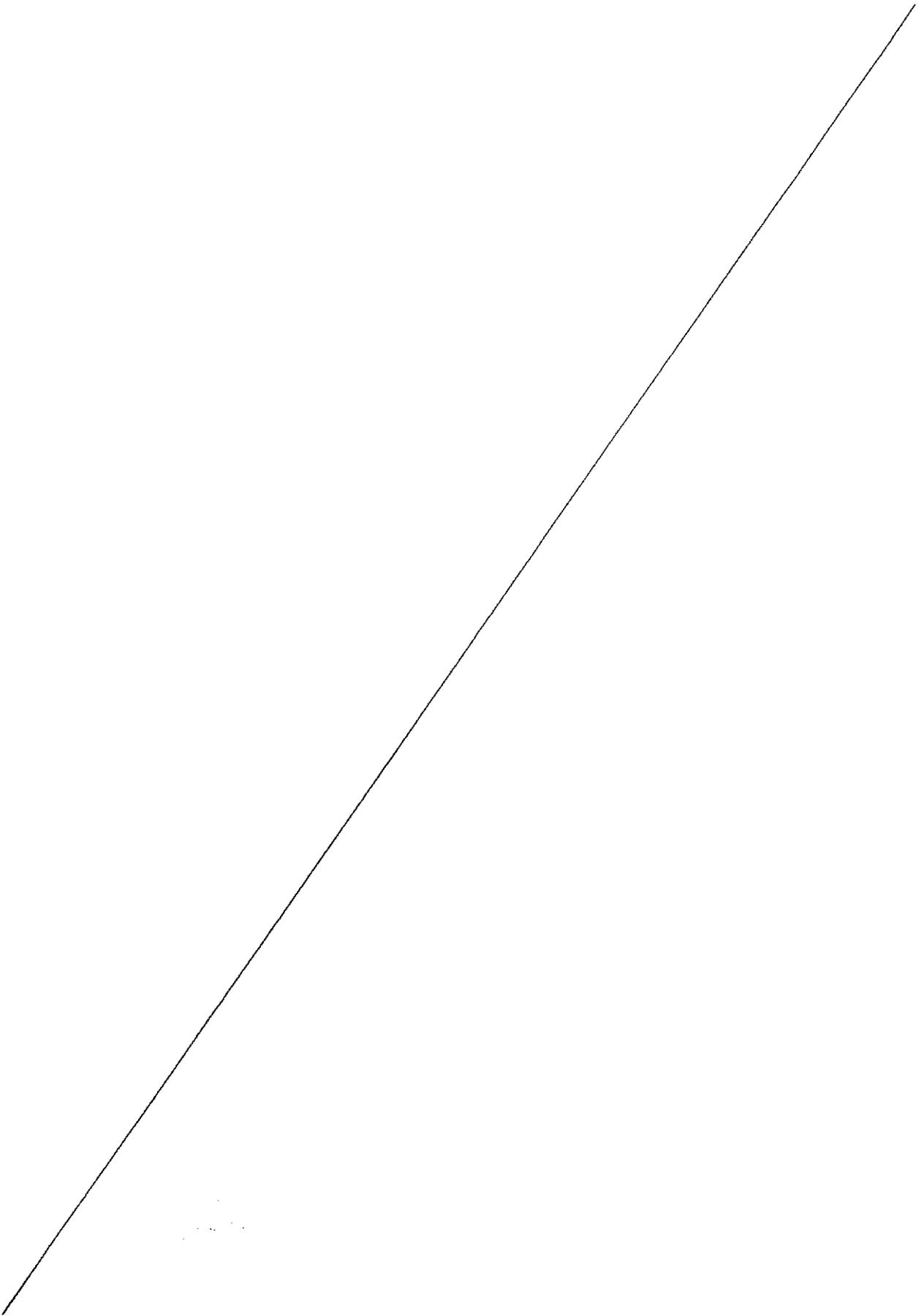
Quoziente secondario di struttura = **0,96**  
(PN+ passivo fisso) / attivo fisso

Quoziente di indebitamento = **1,39**  
(Pass a medio lungo term + pass corrente) / PN

Quoziente di ind. finanziario = **0,74**  
(Passivo di finanziamento / PN)



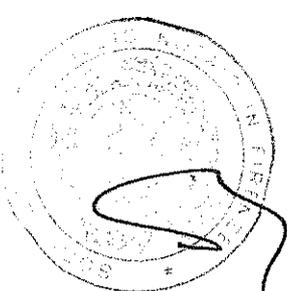




**Publiacqua**

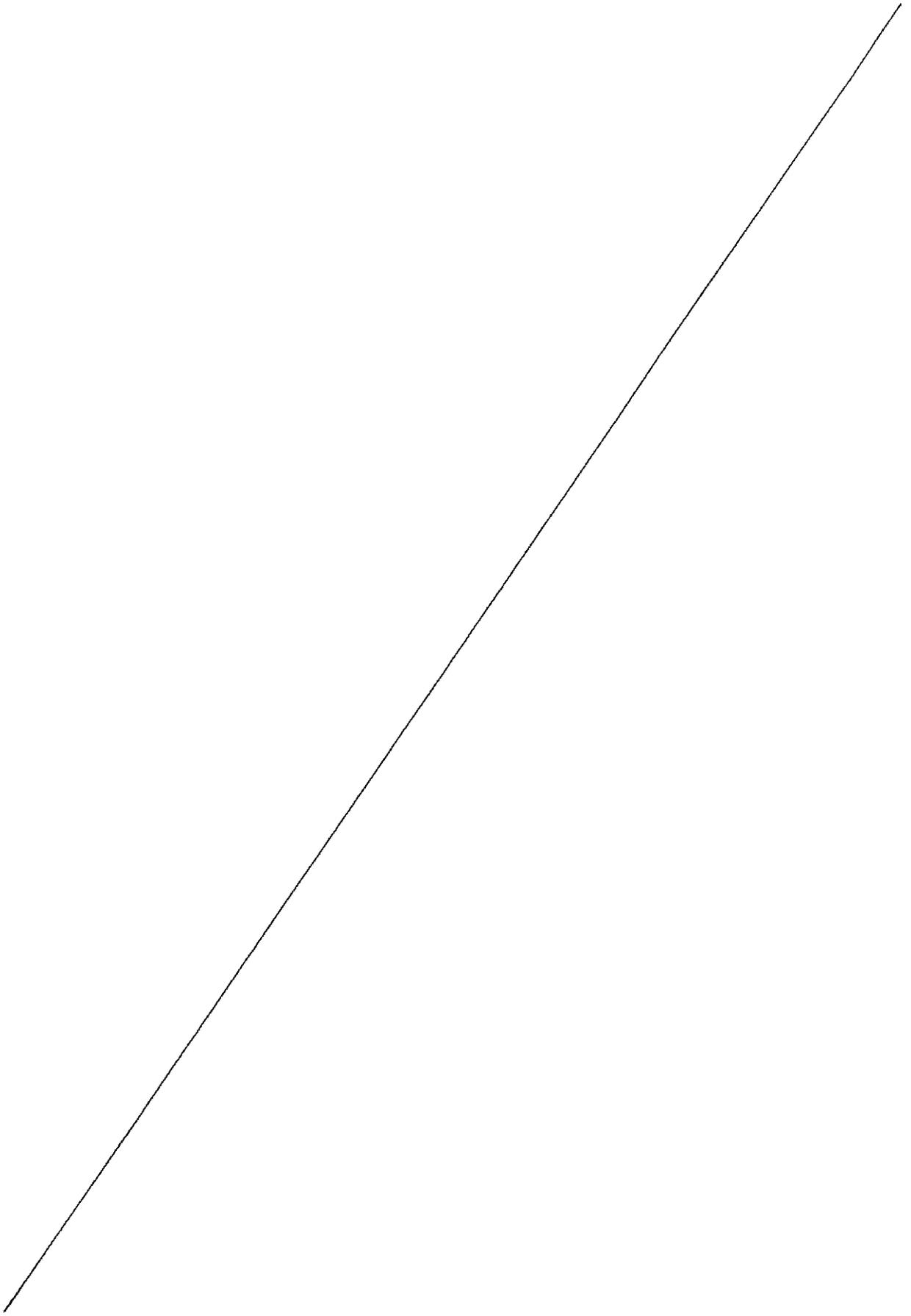
Business Plan (Cm)

	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
<b>Conto economico</b>										
Ricavi	258,3	243,7	240,2	261,1	261,7	261,3	262,3	260,1	257,3	259,0
Costi operativi	(118,2)	(116,1)	(114,4)	(114,4)	(114,8)	(115,3)	(115,8)	(116,2)	(116,7)	(117,2)
<b>EBITDA</b>	<b>150,1</b>	<b>127,6</b>	<b>126,3</b>	<b>146,7</b>	<b>146,9</b>	<b>146,0</b>	<b>146,5</b>	<b>143,8</b>	<b>140,6</b>	<b>140,8</b>
Ammortamenti	(48,7)	(56,7)	(66,6)	(75,7)	(85,6)	(96,3)	(108,7)	(125,4)	(125,0)	(124,7)
Accantonamenti e svalutazioni	(4,2)	(4,2)	(4,2)	(4,2)	(4,2)	(4,2)	(4,2)	(4,3)	(4,3)	(4,3)
<b>EBIT</b>	<b>97,2</b>	<b>66,7</b>	<b>55,6</b>	<b>66,9</b>	<b>57,1</b>	<b>45,5</b>	<b>33,6</b>	<b>14,1</b>	<b>11,4</b>	<b>11,8</b>
Proventi/(oneri) finanziari	(2,2)	(3,1)	(3,6)	(3,6)	(3,8)	(3,9)	(3,9)	(3,5)	(2,7)	(1,5)
Utile ante imposte	94,9	63,6	52,0	63,3	53,3	41,7	29,7	10,6	8,6	10,3
Imposte	(25,5)	(16,7)	(12,9)	(16,0)	(13,1)	(11,3)	(7,8)	(2,3)	(1,6)	(2,0)
<b>Utile netto</b>	<b>69,4</b>	<b>46,9</b>	<b>39,1</b>	<b>47,3</b>	<b>40,2</b>	<b>30,4</b>	<b>21,9</b>	<b>8,4</b>	<b>7,0</b>	<b>8,3</b>
<b>Stato patrimoniale</b>										
<b>Immobilizzazioni</b>										
Rimanenze	582,3	645,7	699,0	733,4	757,8	761,5	752,9	702,4	622,5	532,8
Crediti videnti	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4
Fondo svalutazione crediti	(6,1)	(9,0)	(8,8)	(8,8)	(8,7)	(8,8)	(8,8)	(8,9)	(8,9)	(8,9)
<b>Debiti v/foritori</b>	<b>(82,6)</b>	<b>(58,7)</b>	<b>(55,2)</b>	<b>(51,0)</b>	<b>(51,1)</b>	<b>(48,2)</b>	<b>(48,3)</b>	<b>(41,2)</b>	<b>(32,6)</b>	<b>(29,8)</b>
<b>CCN operativo</b>	<b>497</b>	<b>28,0</b>	<b>8,7</b>	<b>13,0</b>	<b>13,2</b>	<b>16,3</b>	<b>16,5</b>	<b>23,9</b>	<b>32,7</b>	<b>35,8</b>
Altri crediti	14,0	7,9	3,6	-	-	-	-	-	-	-
Crediti v/Erario imposte anticipate	2,5	3,7	4,9	6,1	7,3	7,0	6,6	6,3	5,5	4,5
Ratei e riscconti attivi, crediti soci	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
Debiti tributari	(7,9)	8,9	3,8	(3,0)	2,9	3,4	3,5	5,6	4,8	3,7
Altri debiti	(44,3)	(42,0)	(35,9)	(35,2)	(35,2)	(35,2)	(35,2)	(35,2)	(35,2)	(35,2)
<b>Ratei e riscconti passivi</b>	<b>(60,7)</b>	<b>(58,5)</b>	<b>(59,3)</b>	<b>(55,2)</b>	<b>(51,6)</b>	<b>(48,2)</b>	<b>(44,8)</b>	<b>(41,5)</b>	<b>(38,0)</b>	<b>(33,8)</b>
<b>CCN</b>	<b>(46,3)</b>	<b>(51,7)</b>	<b>(73,8)</b>	<b>(74,0)</b>	<b>(63,1)</b>	<b>(56,4)</b>	<b>(53,0)</b>	<b>(40,6)</b>	<b>(29,9)</b>	<b>(24,5)</b>
Fondo rischi	(9,6)	(9,6)	(9,6)	(9,6)	(9,6)	(9,6)	(9,6)	(9,6)	(9,6)	(9,6)
Fondo IFR	(5,7)	(5,6)	(5,5)	(5,4)	(5,3)	(5,3)	(5,2)	(5,1)	(5,0)	(4,9)
<b>Capitale investito netto</b>	<b>520,8</b>	<b>578,8</b>	<b>610,1</b>	<b>644,4</b>	<b>679,8</b>	<b>690,3</b>	<b>685,1</b>	<b>647,2</b>	<b>579,2</b>	<b>496,1</b>
Patrimonio netto	359,8	376,3	394,0	423,0	441,7	453,4	460,5	457,5	458,6	461,4
Debito netto/(cassa)	200,4	237,5	246,7	221,5	229,9	234,4	237,7	198,4	125,0	34,7
Debiti finanziari	205,4	242,5	251,7	252,5	264,9	264,9	245,4	211,0	154,3	84,8
Cassa	(5,0)	(5,0)	(5,0)	(5,0)	(5,0)	(10,5)	(7,7)	(12,6)	(29,3)	(90,1)
<b>Fonti di finanziamento</b>	<b>580,2</b>	<b>613,8</b>	<b>640,7</b>	<b>670,6</b>	<b>701,6</b>	<b>707,8</b>	<b>698,2</b>	<b>655,0</b>	<b>583,5</b>	<b>496,1</b>
<b>Rendiconto finanziario</b>										
Ricavi operativi	264,1	239,1	235,5	256,5	257,5	257,3	258,3	256,1	253,3	253,1
Costi operativi	(118,2)	(116,1)	(113,9)	(114,4)	(114,8)	(115,3)	(115,8)	(116,2)	(116,7)	(117,2)
Utilizzo fondo svalutazione crediti	-	-	(3,1)	(3,0)	(2,9)	(2,9)	(2,9)	(2,9)	(2,9)	(3,0)
Utilizzo fondi	(2,3)	(1,3)	(1,3)	(1,3)	(1,4)	(1,4)	(1,4)	(1,4)	(1,4)	(2,6)
Imposte	(28,4)	(34,6)	(9,1)	(10,4)	(20,2)	(11,5)	(7,6)	(4,0)	-	-
Variazioni del CCN	(17,2)	22,6	17,7	1,5	(0,2)	(0,3)	(0,2)	(0,3)	(0,3)	(0,3)
Compensi banca agente e strutturazione PF	(0,0)	(0,0)	(0,0)	(0,0)	(0,0)	(0,0)	(0,0)	(0,0)	(0,0)	(0,0)
<b>Fusso di cassa operativo</b>	<b>97,9</b>	<b>109,7</b>	<b>125,8</b>	<b>129,9</b>	<b>118,0</b>	<b>126,0</b>	<b>130,4</b>	<b>131,3</b>	<b>130,8</b>	<b>130,1</b>
Investimenti	(69,7)	(77,2)	(77,2)	(65,7)	(70,4)	(63,7)	(62,8)	(42,1)	(19,2)	(4,7)
Variazione debiti su investimenti materiali	(50,3)	(46,0)	(42,8)	(44,3)	(39,6)	(36,3)	(37,2)	(32,9)	(25,8)	(30,3)
Variazione debiti su investimenti materiali	6,8	-	-	(2,9)	-	(2,9)	-	(7,1)	(8,6)	(2,9)
<b>Fusso di cassa post investimenti</b>	<b>(15,4)</b>	<b>(10,3)</b>	<b>5,8</b>	<b>5,8</b>	<b>8,0</b>	<b>23,1</b>	<b>30,4</b>	<b>49,1</b>	<b>77,2</b>	<b>(2,9)</b>
Erogazione/(rimborso) debito	33,3	37,0	9,2	0,8	12,4	0,6	19,5)	(34,4)	(56,7)	(69,5)
Erogazione contributi pubblici	2,8	2,3	5,5	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6
Proventi/(oneri) finanziari	(2,2)	(3,0)	(3,5)	(3,6)	(3,7)	(3,9)	(3,9)	(3,5)	(2,7)	(1,5)
(incremento)/decremento DSRA	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>FCFE</b>	<b>18,6</b>	<b>26,0</b>	<b>17,0</b>	<b>13,9</b>	<b>17,2</b>	<b>19,9</b>	<b>7,6</b>	<b>11,9</b>	<b>18,4</b>	<b>21,8</b>
Pagamento dividendi	(18,6)	(26,0)	(17,0)	(13,9)	(17,2)	(14,3)	(10,4)	(7,0)	(1,6)	(1,1)
<b>Fussoi cassa finale</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>(0,9)</b>	<b>(2,8)</b>	<b>5,5</b>	<b>(2,8)</b>	<b>4,9</b>	<b>16,8</b>	<b>20,8</b>
Delta CCN (da CF)	28,7	25,0	20,1	(3,7)	(2,6)	(5,4)	(2,6)	(9,7)	(11,2)	(5,5)



Handwritten signature and initials.

Allegato 4



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/oc/datasets/industry.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%

1.51%
5.07%
0.72%

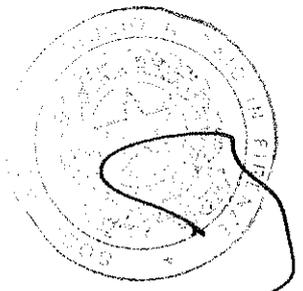
Do you want to use the marginal tax rate for cost of debt?  
 If yes, enter the marginal tax rate to use

Standard Deviation	Cost of Debt Lookup Table (based on std dev in stock prices)
0	0.25
0.25	0.4
0.4	0.65
0.65	0.75
0.75	0.9
0.9	1
1	10

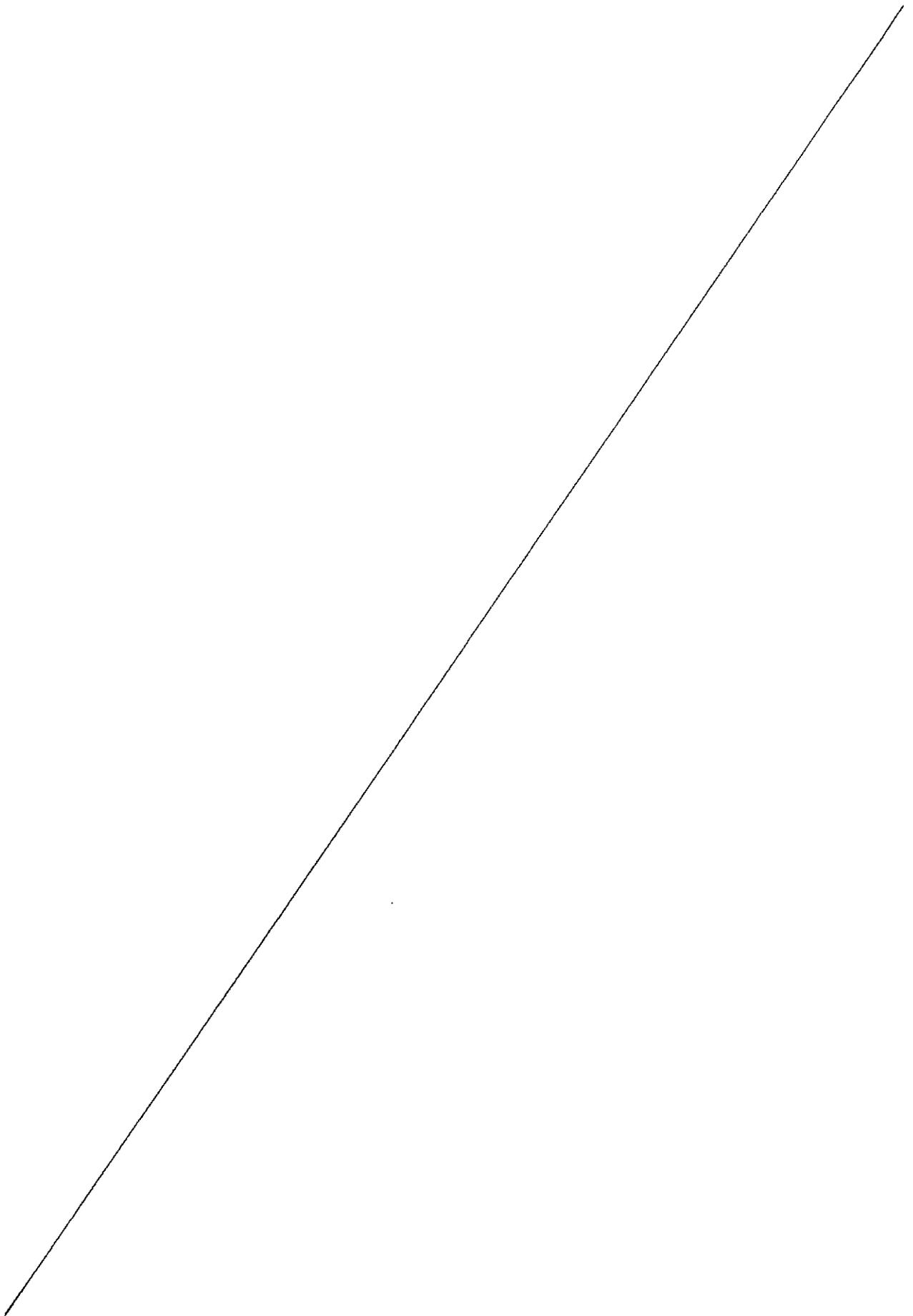
These costs of capital are in US\$. To convert to a different currency, please enter  
 Expected inflation rate in Euros = 0.50%  
 Expected inflation rate in US \$ = 1.50%

0.50%
1.50%

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%

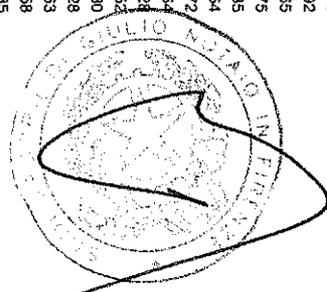


Handwritten signature and scribbles.

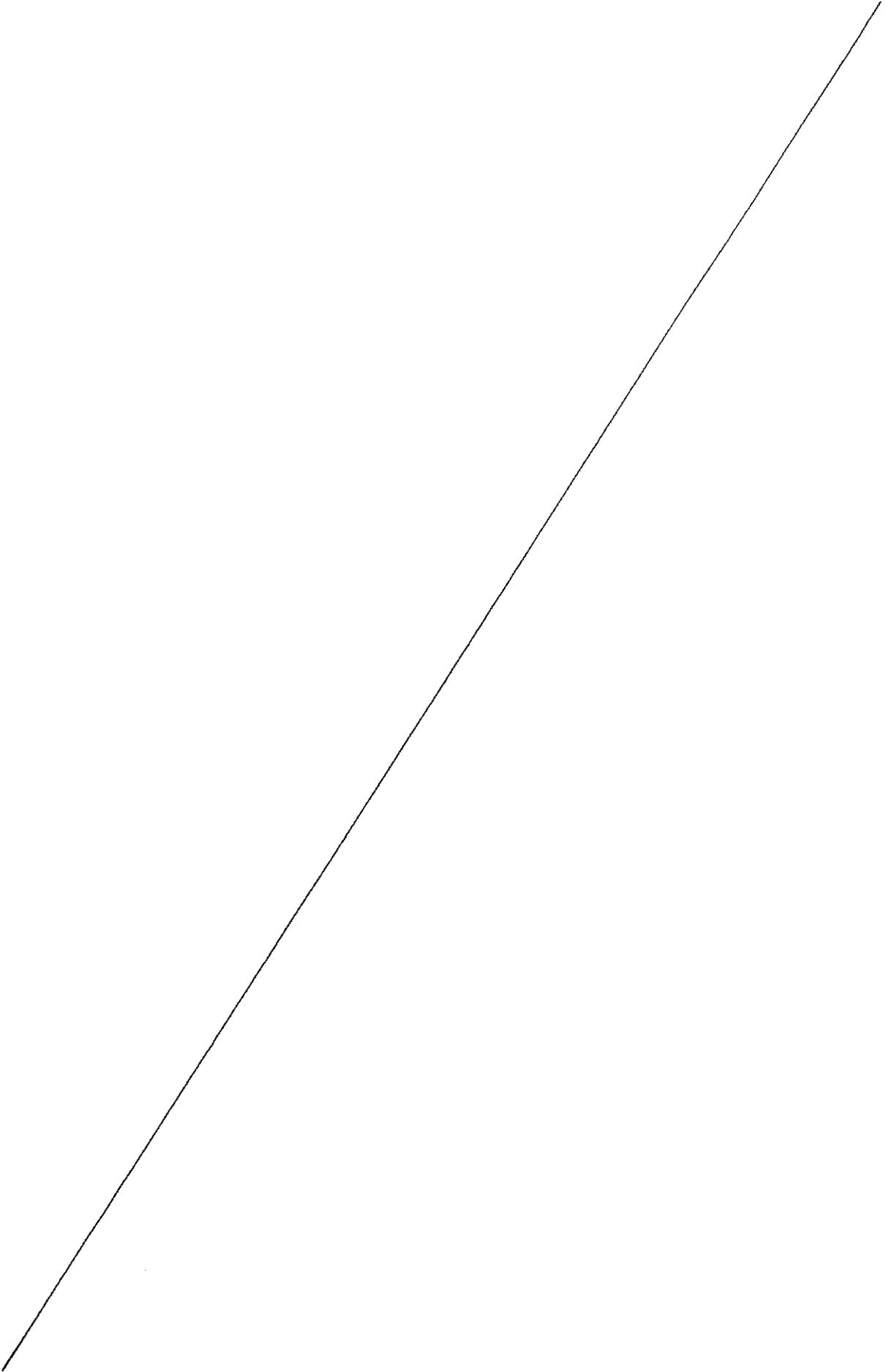


Allegato 6

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	77.86	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	209.61	202.72
07/12/22	78.17	1.70	2.22	3.4	124.35	204.49	125.93	205.92	205.92
07/11/22	76.46	0.46	0.60	3.5	127.47	212.14	129.07	213.51	207.65
07/09/22	76.02	-0.31	-0.41	3.6	126.29	205.59	127.89	206.75	206.75
07/07/22	76.33	-1.32	-1.70	3.5	128.62	212.21	130.20	213.41	204.85
07/05/22	77.65	0.31	0.39	3.4	122.41	203.92	123.99	205.40	198.54
07/05/22	77.34	-0.72	-0.92	3.5	120.94	205.29	122.51	206.61	197.72
07/01/22	78.06	1.64	2.15	3.4	114.78	195.90	116.29	197.13	193.64
06/30/22	76.42	0.97	1.29	3.5	121.34	201.83	122.92	202.78	191.24
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	199.65	130.47	200.39	184.80
06/27/22	74.13	-0.49	-0.66	3.7	131.92	208.66	133.49	209.28	200.28
06/24/22	74.63	-0.90	-1.19	3.6	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	122.96	196.06	124.66	196.54	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	188.84	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	214.60	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	-2.90	-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	215.68	209.04
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	218.15
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	142.04	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	225.61	220.33
05/19/22	80.90	0.34	0.42	3.2	140.32	215.78	141.63	216.94	218.94
05/18/22	80.56	0.31	0.38	3.2	138.57	210.03	138.91	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	81.35	0.08	0.10	3.1	131.90	207.87	133.39	208.34	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



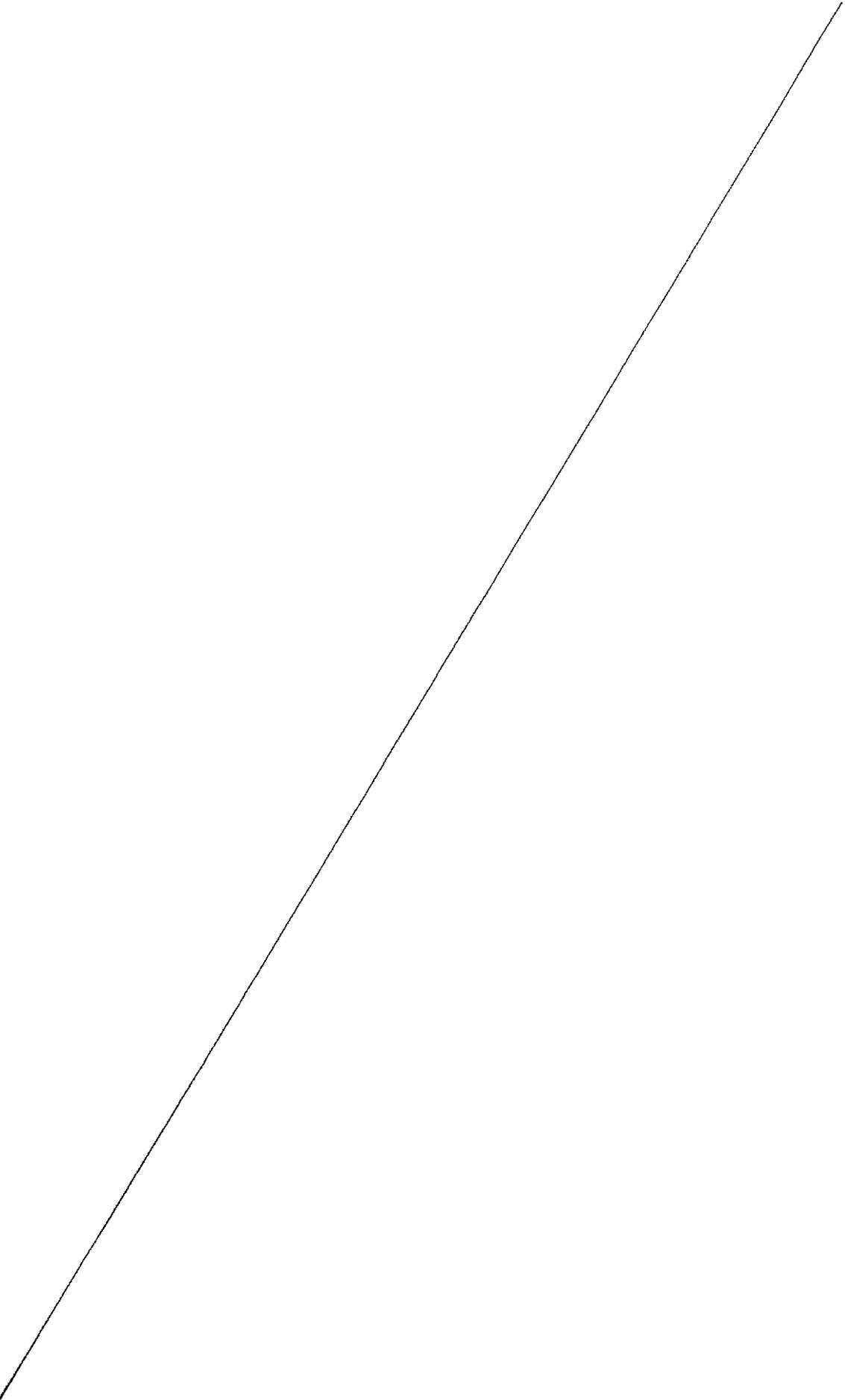
Handwritten signature and initials.



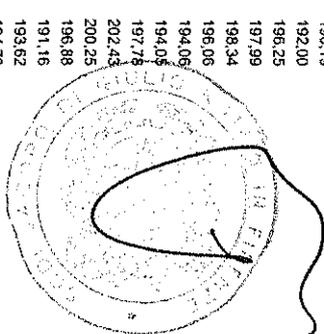
05/10/22	80.08	1.44	1.83	3.2	130.10	213.07	131.58	214.39	212.50
05/09/22	78.64	-0.25	-0.32	3.3	134.84	216.85	136.37	218.12	213.82
05/08/22	78.89	-1.25	-1.56	3.3	133.47	213.13	134.83	214.11	214.08
05/05/22	80.14	-0.87	-1.08	3.2	134.50	212.56	135.90	213.69	212.26
05/04/22	81.01	-0.69	-0.84	3.1	133.71	213.49	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	-0.85	-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	207.39
04/27/22	84.11	-0.43	-0.51	2.9	122.62	200.92	123.96	202.28	201.32
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	195.23
04/22/22	83.55	-0.78	-0.93	2.9	126.60	198.60	123.04	197.43	196.69
04/21/22	84.33	-0.90	-1.06	2.9	119.89	192.19	121.10	193.22	191.65
04/20/22	85.24	0.80	0.95	2.8	115.31	189.27	116.57	190.49	189.80
04/19/22	84.43	-1.20	-1.40	2.8	115.83	187.67	117.14	188.99	183.87
04/18/22	85.63			2.8	111.48	188.37	112.73	189.63	184.72
04/14/22	85.63	-1.78	-2.03	2.8	111.73	189.21	112.99	190.45	185.77
04/13/22	87.41	0.55	0.63	2.7	110.53	188.83	111.62	189.45	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	189.68
04/08/22	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	125.39	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	190.93	188.17
04/04/22	91.31	0.41	0.45	2.4	113.83	183.15	114.76	184.19	179.90
04/01/22	90.90	-1.12	-1.21	2.4	113.18	182.14	114.12	185.13	176.70
03/31/22	92.02	1.14	1.26	2.3	105.71	177.06	106.65	178.03	173.75
03/30/22	90.88	0.08	0.09	2.4	110.00	176.15	110.94	177.12	172.98
03/29/22	90.80	-0.04	-0.04	2.4	114.87	181.79	115.86	182.87	181.53
03/28/22	90.84	-0.11	-0.13	2.4	114.65	181.35	115.76	182.62	180.60
03/25/22	90.95	-0.22	-0.24	2.4	114.64	181.19	115.66	182.30	180.53
03/24/22	91.17	-0.40	-0.43	2.4	114.18	180.68	115.49	182.30	182.99
03/23/22	91.57	0.50	0.55	2.4	115.45	181.19	116.73	182.83	182.99
03/22/22	91.07	-0.42	-0.46	2.4	115.93	181.78	117.34	183.67	184.65
03/18/22	92.74	0.23	0.25	2.3	116.10	181.52	117.45	183.41	184.65
03/17/22	92.51	-0.18	-0.19	2.3	114.92	181.88	116.27	183.70	183.44
03/16/22	92.69	0.16	0.17	2.3	110.06	180.79	111.45	182.62	182.52
03/15/22	92.53	0.43	0.47	2.3	110.46	186.53	111.93	188.54	185.99
03/14/22	92.09	-1.23	-1.32	2.3	116.15	186.48	117.52	188.28	185.86
03/11/22	93.32	0.93	1.01	2.2	114.80	188.83	116.08	190.56	189.35
03/10/22	92.39	-2.69	-2.83	2.3	109.26	181.40	110.74	183.60	183.98
03/09/22	95.08	-0.87	-0.91	2.1	112.82	184.42	114.21	186.72	184.42
03/08/22	95.96	-0.55	-0.57	2.1	119.62	197.36	120.89	199.44	200.83
03/07/22	96.51	-0.65	-0.67	2.0	115.78	195.33	117.30	201.62	197.49
03/04/22	97.16	0.83	0.86	2.0	115.88	197.30	117.44	189.90	188.57
03/03/22	96.33	-0.72	-0.74	2.0					

Handwritten signature: *[Signature]*

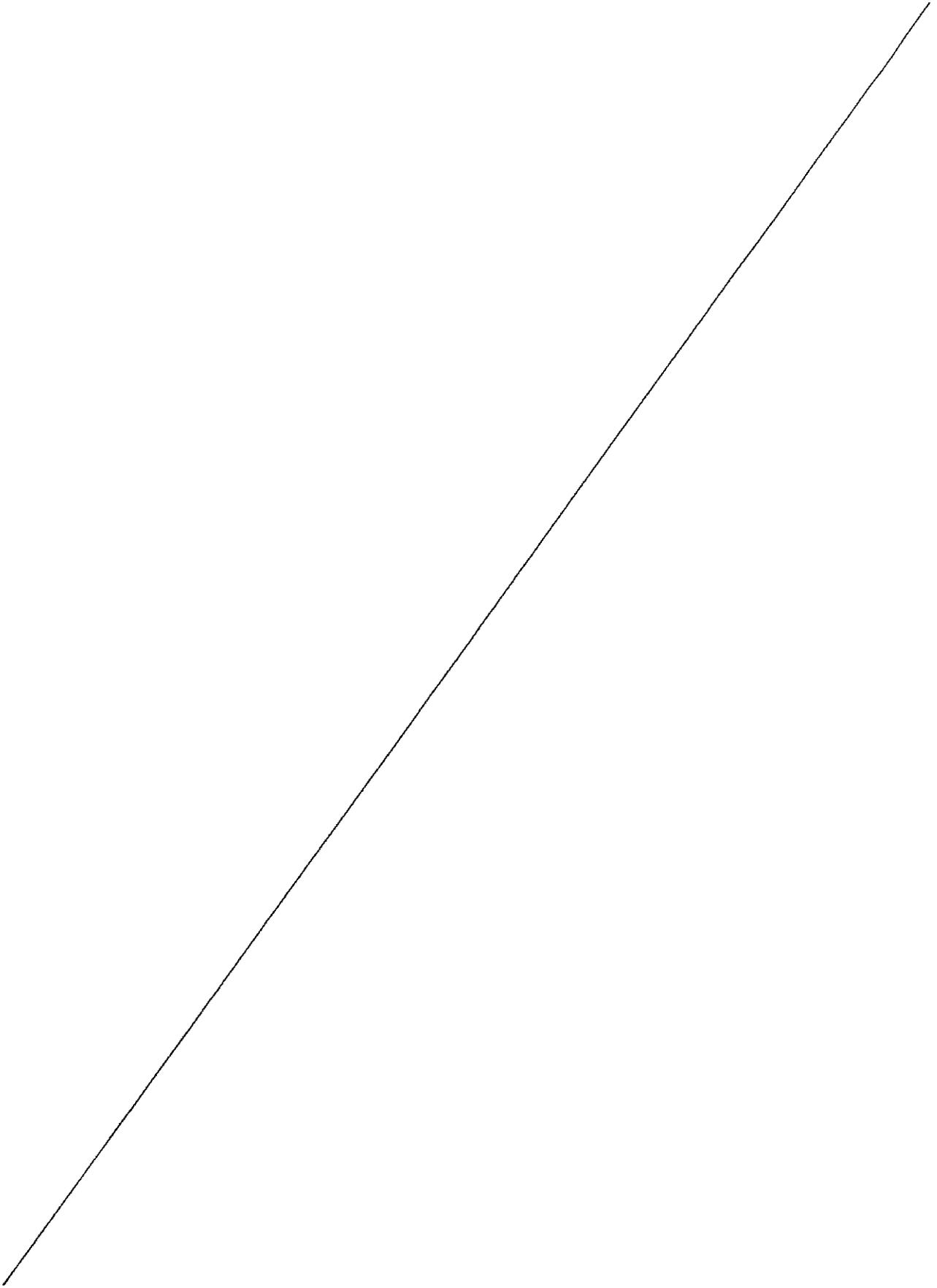
Official stamp: **МІНИСТЕРСТВО ФИНАНСОВ РЕСПУБЛИКИ КАЗАХСТАН**



03/02/22	97.06	-1.52	-1.54	2.0	116.98	184.44	118.55	156.99	188.48
03/01/22	98.57	4.49	4.77	1.9	107.69	173.57	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	124.99	190.81	192.00
02/24/22	93.94	1.44	1.56	2.2	128.28	190.45	129.61	192.62	196.25
02/23/22	92.50	0.65	0.71	2.3	133.35	186.06	134.57	198.00	197.99
02/22/22	91.85	-0.97	-1.05	2.3	136.92	195.07	138.26	197.17	198.34
02/18/22	92.82	-0.10	-0.11	2.3	134.23	194.77	135.66	196.97	196.06
02/17/22	92.92	0.54	0.59	2.3	134.66	191.82	135.96	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	194.35	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	198.20	200.25
02/10/22	92.80	-1.36	-1.44	2.3	138.88	193.27	139.66	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	140.55	194.70	194.70
02/04/22	94.79	-1.41	-1.47	2.1	139.67	190.60	141.24	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	98.56	0.05	0.05	1.9	125.07	175.95	126.28	178.00	178.00
02/01/22	98.51	-0.66	-0.67	1.9	125.67	174.70	126.78	176.99	176.99
01/31/22	99.17	0.08	0.08	1.9	122.66	168.72	124.38	170.95	175.46
01/28/22	99.10	0.23	0.23	1.9	126.97	173.38	128.79	175.84	180.34
01/27/22	98.87	0.87	0.88	1.9	129.33	177.47	131.28	179.90	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	175.68	127.72	178.12	184.26
01/21/22	99.30	0.14	0.14	1.8	125.62	170.16	126.62	172.75	179.45
01/20/22	99.16	0.71	0.72	1.9	127.96	172.01	130.15	174.63	180.72
01/19/22	98.45	-0.30	-0.31	1.9	127.32	171.61	129.48	174.19	180.22
01/18/22	98.75	-0.94	-0.94	1.9	124.62	172.12	126.78	174.68	178.02
01/14/22	99.69	-0.65	-0.65	1.8	124.50	172.17	126.73	174.74	177.61
01/13/22	100.34	0.82	0.82	1.8	124.42	171.09	126.77	173.86	178.62
01/12/22	99.52	1.09	1.10	1.8	128.64	175.89	130.97	178.62	181.20
01/11/22	98.43	-0.33	-0.33	1.9	127.48	174.21	129.87	177.00	179.74
01/10/22	98.76	0.50	0.51	1.9	132.96	177.70	135.35	180.48	184.98
01/07/22	98.28	-0.40	-0.41	1.9	129.67	175.27	132.17	178.22	183.44
01/06/22	98.66	-0.68	-0.69	1.9	127.33	172.33	129.90	175.41	180.55
01/05/22	99.35	-0.57	-0.57	1.8	127.09	169.69	129.53	172.72	177.83
01/04/22	99.91	-0.62	-0.61	1.8	123.22	165.83	125.71	166.80	175.31
01/03/22	100.53	-0.61	-0.60	1.8	119.52	167.91	121.99	170.88	174.18
12/31/21	101.14			1.7					



*[Handwritten signature]*



Allegato 7

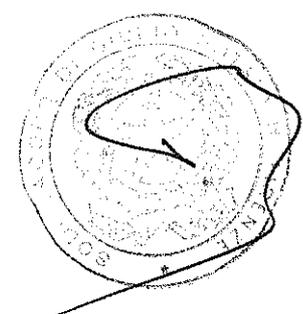
Country and Equity Risk Premiums

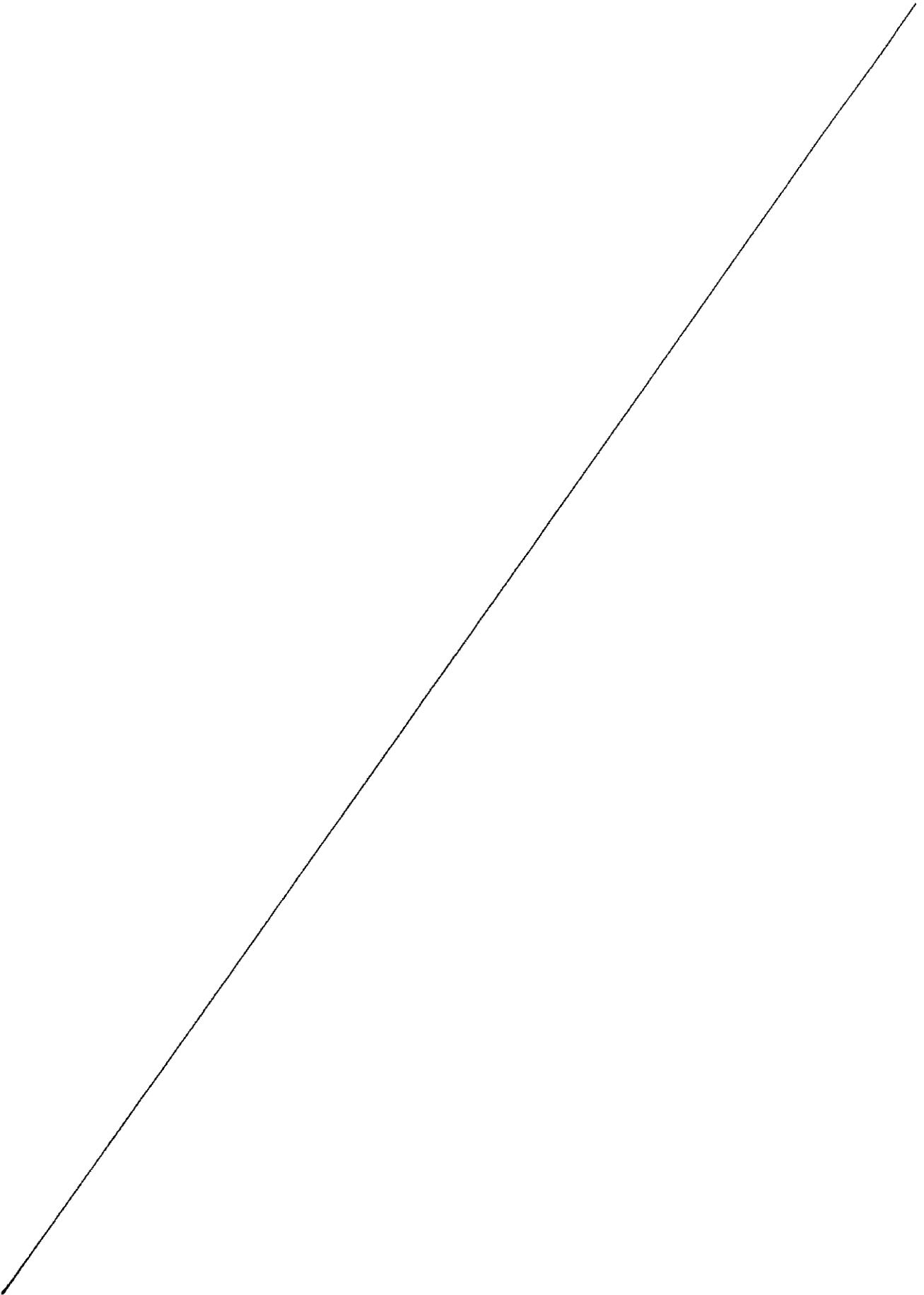
1-Jan-22

Enter the current bid premium for a mature equity market. Enter the current bid premium for a country equity market. Enter the current bid premium for a country equity market. If yes, enter the multiplier to use on the default spread (See worksheet for volatility numbers for selected emerging markets)

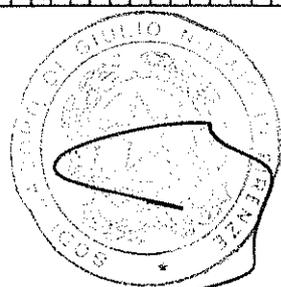
4.23% Updated January 1, 2022  
1.18 Updated January 1, 2022

Country	Region	Moody's rating	Rating-based Default Spread	Equity Risk Premium	Country Risk Premium	Sovereign CDS, net of US	Old Equity Risk Premium	Country Risk Premiums
Abu Dhabi	Middle East	Aa2	0.42%	4.73%	0.49%	0.55%	4.91%	0.67%
Albania	Eastern Europe & Russia	B1	3.83%	8.69%	4.43%	NA	NA	NA
Andorra (Principality of)	Western Europe	Baa2	1.62%	6.12%	1.88%	NA	NA	NA
Angola	Africa	B3	5.53%	10.67%	6.43%	5.75%	10.92%	6.68%
Argentina	Central and South America	Ca	10.21%	16.11%	11.97%	23.13%	31.12%	26.88%
Armenia	Eastern Europe & Russia	Baa	3.06%	7.80%	3.56%	NA	NA	NA
Aruha	Caribbean	Baa2	1.62%	6.12%	1.88%	NA	NA	NA
Australia	Australia & New Zealand	Aaa	0.00%	0.00%	0.00%	0.04%	4.29%	0.05%
Austria	Western Europe & Russia	Aa1	0.34%	4.53%	0.39%	0.00%	4.24%	0.00%
Azerbaijan	Eastern Europe & Russia	Baa2	2.56%	7.21%	2.97%	NA	NA	NA
Bahamas	Caribbean	Baa1	3.06%	7.80%	3.56%	NA	NA	NA
Bahrain	Middle East	B2	4.68%	9.68%	5.44%	3.21%	7.97%	3.73%
Bangladesh	Asia	Baa1	3.06%	7.80%	3.56%	NA	NA	NA
Barbados	Caribbean	Caal	6.38%	11.65%	7.41%	NA	NA	NA
Belarus	Eastern Europe & Russia	B3	5.53%	10.67%	6.43%	NA	NA	NA
Belgium	Western Europe	Aa3	0.51%	4.40%	0.60%	0.07%	4.26%	0.02%
Belize	Central and South America	Caa3	8.51%	14.31%	9.89%	NA	NA	NA
Bhutan	Africa	B1	3.83%	8.69%	4.43%	NA	NA	NA
Bolivia	Caribbean	A2	0.72%	5.08%	0.84%	NA	NA	NA
Bosnia and Herzegovina	Central and South America	B2	4.68%	9.68%	5.44%	NA	NA	NA
Bosswana	Eastern Europe & Russia	B3	5.53%	10.67%	6.43%	NA	NA	NA
Brazil	Africa	A3	1.02%	5.43%	1.19%	NA	NA	NA
Bulgaria	Central and South America	Baa2	2.56%	7.21%	2.97%	2.72%	7.40%	3.16%
Burkina Faso	Eastern Europe & Russia	Baa1	1.66%	5.82%	1.58%	0.62%	4.96%	0.72%
Burkina Faso	Africa	B2	4.68%	9.68%	5.44%	NA	NA	NA
Cameroon	Asia	B2	4.68%	9.68%	5.44%	NA	8.16%	3.93%
Canada	Africa	Ba2	4.68%	9.68%	5.44%	3.37%	8.16%	3.93%
Cape Verde	North America	Ba3	0.00%	4.24%	0.00%	0.09%	4.34%	0.10%
Cayman Islands	Caribbean	Aa3	0.51%	4.44%	0.60%	NA	NA	NA
Chile	Central and South America	A1	0.69%	4.94%	0.70%	1.06%	5.47%	1.23%
China	Asia	A1	0.60%	4.94%	0.70%	0.55%	4.88%	0.64%
Colombia	Central and South America	Baa2	1.62%	6.12%	1.88%	2.58%	7.24%	3.00%
Congo (Democratic Republic of)	Africa	Caal	6.38%	11.65%	7.41%	NA	NA	NA
Congo (Republic of)	Africa	Caal	7.56%	13.14%	8.90%	NA	NA	NA
Cook Islands	Australia & New Zealand	B1	3.83%	8.69%	4.43%	NA	NA	NA
Costa Rica	Central and South America	B2	4.68%	9.68%	5.44%	3.73%	8.58%	4.34%
Cote d'Ivoire	Africa	Baa	3.06%	7.80%	3.56%	NA	NA	NA
Croatia	Eastern Europe & Russia	Ba1	2.13%	6.21%	2.47%	0.92%	5.31%	1.07%
Cuba	Caribbean	Ca	10.21%	16.11%	11.97%	NA	NA	NA
Curaçao	Caribbean	Baa2	1.62%	6.12%	1.88%	NA	NA	NA
Cyprus	Western Europe	Ba1	2.13%	6.21%	2.47%	0.55%	4.88%	0.64%
Czech Republic	Eastern Europe & Russia	Aa3	0.51%	4.44%	0.60%	0.28%	4.57%	0.33%
Denmark	Western Europe	Aaa	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	4.24%	0.00%
Dominican Republic	Caribbean	Baa3	3.06%	7.80%	3.56%	NA	NA	NA
Ecuador	Central and South America	Ca3	8.51%	14.31%	9.89%	7.38%	12.82%	8.58%
Egypt	Africa	B2	4.68%	9.68%	5.44%	5.55%	10.60%	6.43%
El Salvador	Central and South America	Caal	6.38%	11.65%	7.41%	18.14%	25.32%	21.08%
Estonia	Eastern Europe & Russia	A1	0.60%	4.94%	0.70%	0.66%	5.01%	0.77%
Ethiopia	Africa	Caal	7.66%	13.14%	8.90%	20.21%	27.73%	23.49%

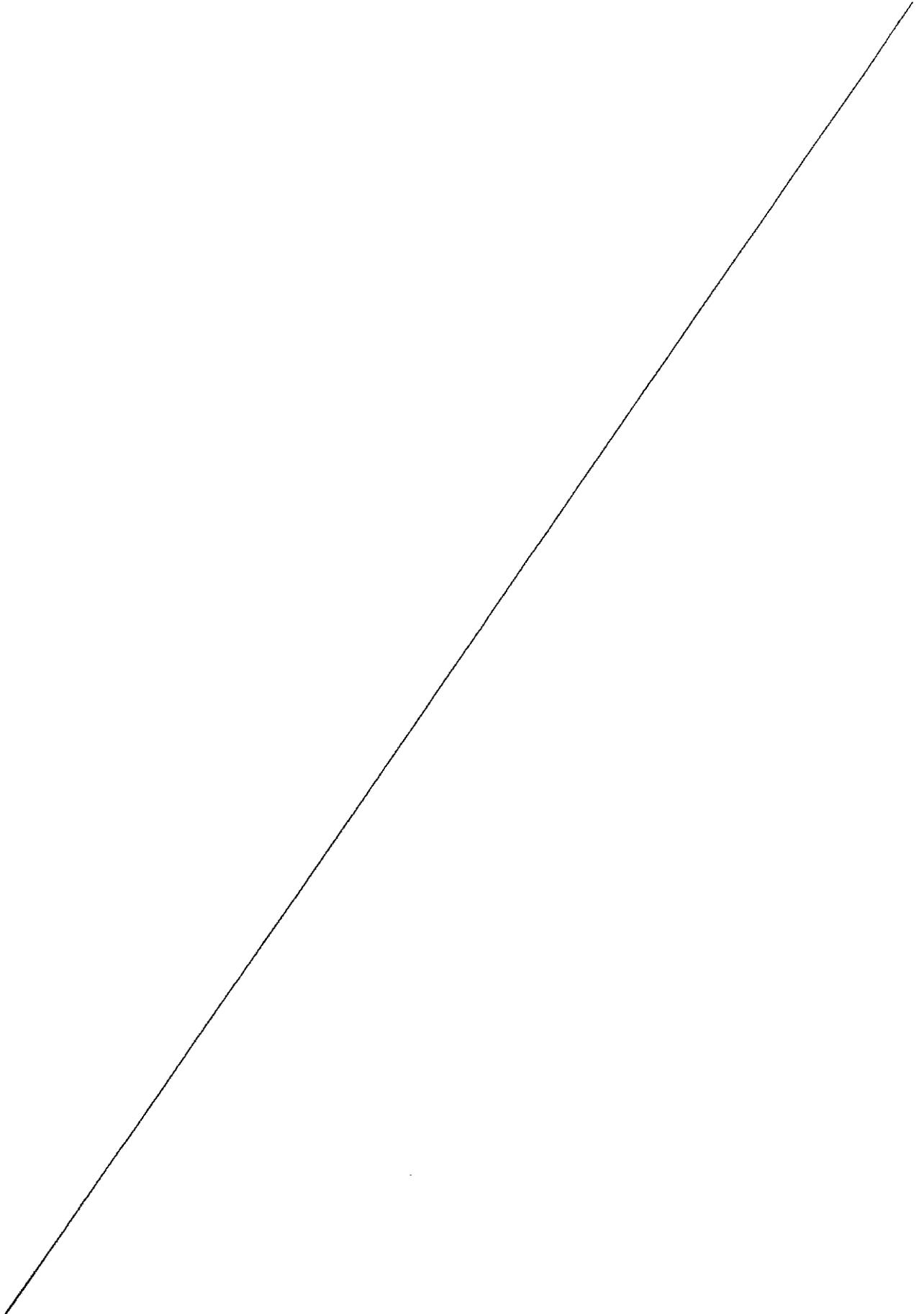




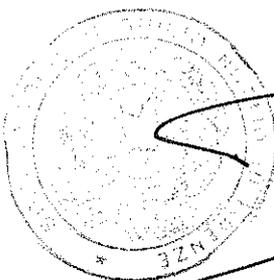
Finland	Asia	Western Europe	AA1	3.83%	8.69%	4.45%	NA	NA	NA	NA
France	Western Europe	Western Europe	AA2	0.42%	4.73%	0.39%	0.01%	4.25%	0.01%	NA
Germany	Asia	Western Europe	AA1	6.38%	11.65%	0.49%	0.15%	4.41%	0.17%	NA
Georgia	Eastern Europe & Russia	Western Europe	BA2	2.56%	7.21%	2.97%	NA	NA	NA	NA
Greece	Asia	Western Europe	AA	0.00%	4.24%	0.00%	0.00%	4.24%	0.00%	0.00%
Guatemala	Western Europe	Western Europe	BA3	5.53%	10.87%	6.45%	NA	NA	NA	NA
Guatemala (States of)	Central and South America	Western Europe	BA1	2.13%	6.71%	2.47%	1.50%	3.98%	1.74%	NA
Honduras	Central and South America	Western Europe	AA3	0.51%	4.84%	0.60%	NA	NA	NA	NA
Hong Kong	Asia	Eastern Europe & Russia	BA3	3.83%	8.69%	4.45%	NA	NA	NA	NA
Hungary	Asia	Eastern Europe & Russia	AA3	0.51%	4.84%	0.60%	0.22%	4.50%	0.58%	0.26%
Iceland	Western Europe	Western Europe	A2	0.22%	5.08%	1.88%	0.55%	4.87%	0.63%	0.63%
India	Asia	Western Europe	BA2	1.87%	6.42%	2.18%	1.25%	5.69%	1.45%	1.36%
Indonesia	Asia	Western Europe	BA2	1.62%	6.12%	1.89%	1.17%	5.69%	1.36%	1.36%
Ireland	Middle East	Western Europe	AA2	0.22%	5.08%	1.88%	0.08%	4.31%	0.09%	0.09%
Isle of Man	Western Europe	Western Europe	AA3	0.51%	4.84%	0.60%	NA	NA	NA	NA
Israel	Middle East	Western Europe	AA1	0.60%	4.94%	0.70%	0.53%	4.86%	0.62%	0.62%
Italy	Western Europe	Western Europe	BA3	1.87%	6.42%	2.18%	1.22%	5.66%	1.42%	1.42%
Jamaica	Caribbean	Western Europe	B2	4.68%	9.68%	5.44%	NA	NA	NA	NA
Japan	Asia	Western Europe	AA1	0.60%	4.94%	0.70%	0.14%	4.40%	0.16%	0.16%
Jersey (States of)	Western Europe	Western Europe	AA	0.00%	4.24%	0.00%	NA	NA	NA	NA
Jordan	Middle East	Eastern Europe & Russia	BA1	3.83%	8.69%	4.45%	NA	NA	NA	NA
Kazakhstan	Eastern Europe & Russia	Western Europe	BA2	1.62%	6.12%	1.89%	0.80%	5.17%	0.93%	0.93%
Kenya	Asia	Western Europe	B2	4.68%	9.68%	5.44%	4.25%	9.18%	4.94%	4.94%
Kuwait	Middle East	Western Europe	AA2	0.42%	4.73%	0.49%	0.19%	4.43%	0.19%	0.19%
Kyrgyzstan	Eastern Europe & Russia	Western Europe	B2	0.60%	4.94%	0.70%	0.67%	5.02%	0.78%	0.78%
Laos	Asia	Western Europe	CA2	4.68%	9.68%	5.44%	NA	NA	NA	NA
Latvia	Eastern Europe & Russia	Western Europe	AA3	1.62%	13.14%	3.90%	NA	NA	NA	NA
Liechtenstein	Middle East	Western Europe	C	17.50%	24.58%	20.34%	0.55%	4.88%	0.64%	0.64%
Lithuania	Western Europe	Western Europe	AA2	0.00%	4.24%	0.00%	NA	NA	NA	NA
Luxembourg	Western Europe	Western Europe	AA2	0.22%	5.08%	0.84%	0.60%	4.94%	0.70%	0.70%
Macao	Asia	Western Europe	AA3	0.51%	4.24%	0.60%	NA	NA	NA	NA
Macedonia	Eastern Europe & Russia	Western Europe	BA3	3.06%	7.80%	3.56%	NA	NA	NA	NA
Malaysia	Asia	Western Europe	AA3	1.02%	5.43%	1.19%	0.62%	4.06%	0.72%	0.72%
Maldives	Asia	Western Europe	CA1	6.38%	11.65%	7.41%	NA	NA	NA	NA
Mali	Western Europe	Western Europe	A2	0.22%	5.08%	0.84%	NA	NA	NA	NA
Mauritius	Africa	Western Europe	BA2	1.62%	6.12%	1.88%	NA	NA	NA	NA
Mexico	Central and South America	Western Europe	BA2	1.31%	5.82%	1.58%	1.39%	3.66%	1.62%	1.62%
Moldova	Eastern Europe & Russia	Western Europe	BA3	5.53%	10.87%	6.43%	NA	NA	NA	NA
Montenegro	Asia	Western Europe	B3	5.53%	10.67%	6.43%	NA	NA	NA	NA
Montserrat	Caribbean	Western Europe	BA3	3.83%	8.69%	4.45%	NA	NA	NA	NA
Morocco	Africa	Western Europe	BA3	1.87%	6.42%	2.18%	NA	NA	NA	NA
Mozambique	Africa	Western Europe	CA2	2.13%	6.71%	2.47%	1.13%	5.55%	1.31%	1.31%
Namibia	Africa	Western Europe	BA3	3.06%	7.80%	3.56%	NA	NA	NA	NA
Netherlands	Western Europe	Western Europe	AA	0.00%	4.24%	0.00%	0.00%	4.24%	0.00%	0.00%
New Zealand	Australia & New Zealand	Western Europe	AA	0.00%	4.24%	0.00%	0.02%	4.26%	0.02%	0.02%
Nicaragua	Central and South America	Western Europe	B3	5.53%	10.67%	6.43%	4.1%	9.09%	4.83%	4.83%
Niger	Africa	Western Europe	B3	5.53%	10.67%	6.43%	NA	NA	NA	NA
Nigeria	Africa	Western Europe	B2	4.68%	9.68%	5.44%	5.34%	10.45%	6.21%	6.21%
Norway	Western Europe	Western Europe	AA	0.00%	4.24%	0.00%	0.00%	4.24%	0.00%	0.00%



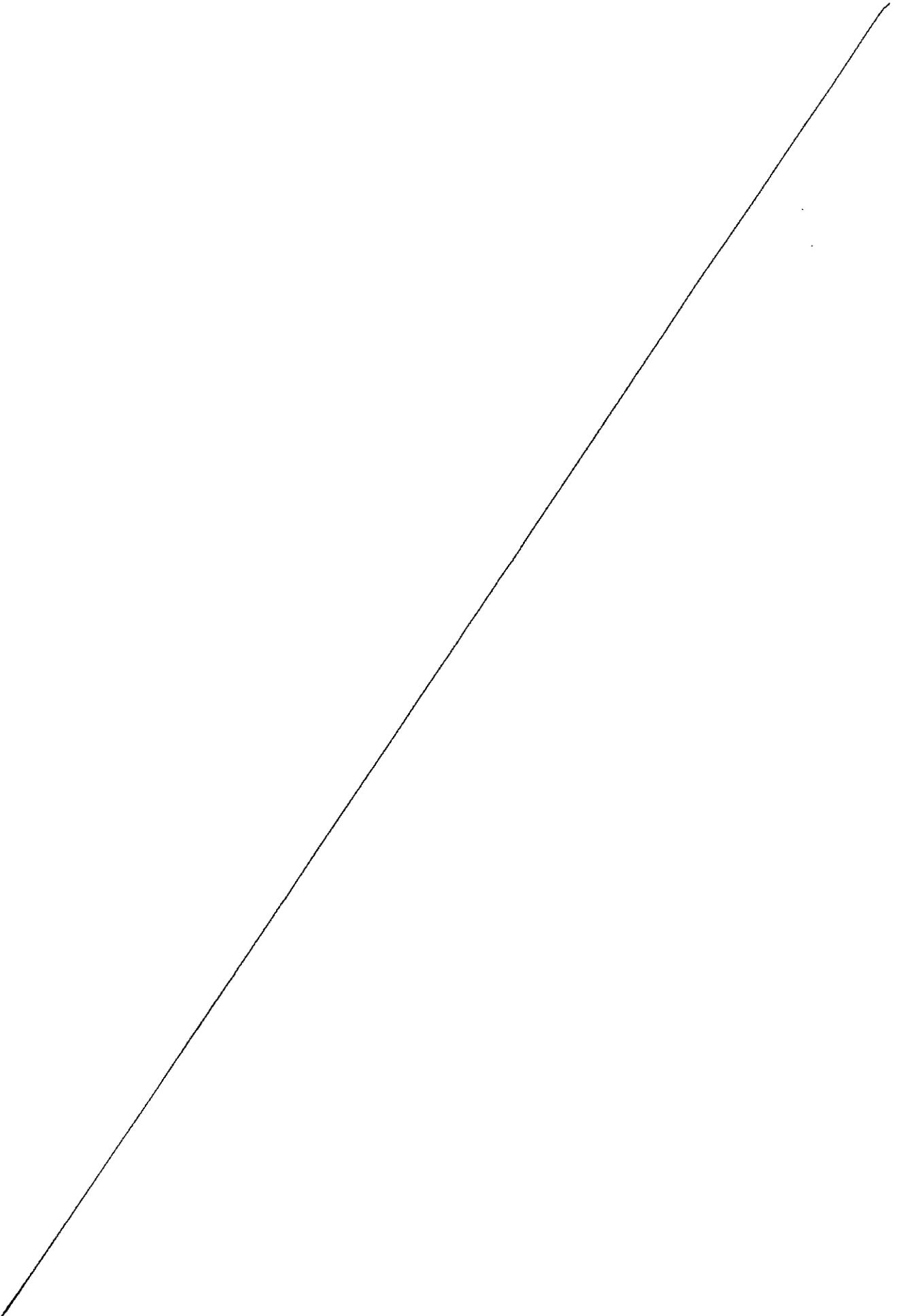
Handwritten signature and initials.



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%	8.38%	4.04%
Panama	Central and South America	Ba2	1.62%	6.12%	1.88%	1.07%	5.48%	1.24%
Papua New Guinea	Asia	B2	4.68%	9.68%	5.44%	NA	NA	NA
Paraguay	Central and South America	B1	2.13%	6.71%	2.41%	NA	NA	NA
Philippines	Central and South America	Ba1	1.36%	5.82%	1.58%	1.13%	5.44%	1.40%
Poland	Eastern Europe & Russia	A2	1.62%	6.12%	1.88%	0.78%	5.09%	0.85%
Portugal	Western Europe	Ba2	0.72%	5.08%	0.84%	0.49%	4.81%	0.57%
Qatar	Middle East	Ba2	1.62%	6.12%	1.88%	0.37%	4.67%	0.45%
Ras Al Khaimah (Emirate of)	Middle East	A3	0.51%	4.84%	0.60%	0.53%	4.88%	0.64%
Romania	Middle East	A3	1.02%	5.43%	1.19%	NA	NA	NA
Russia	Eastern Europe & Russia	Ba3	1.87%	6.42%	2.18%	1.03%	5.66%	1.22%
Rwanda	Eastern Europe & Russia	Ba3	1.87%	6.42%	2.18%	1.51%	6.00%	1.76%
Saudi Arabia	Arabic	B2	4.68%	9.68%	5.44%	3.17%	7.92%	3.68%
Saudi Arabia	Middle East	A1	0.60%	4.94%	0.70%	0.60%	5.04%	0.80%
Senegal	Arabic	Ba1	3.66%	7.80%	3.56%	2.47%	7.11%	2.87%
Serbia	Eastern Europe & Russia	Ba2	2.69%	7.21%	2.97%	1.18%	5.61%	1.37%
Singapore	Middle East	Ba3	1.87%	6.42%	2.18%	NA	NA	NA
Slovakia	Asia	Aa3	0.00%	4.24%	0.00%	NA	NA	NA
Slovenia	Eastern Europe & Russia	A2	0.72%	5.08%	0.84%	0.44%	4.75%	0.51%
Solomon Islands	Eastern Europe & Russia	A3	1.02%	5.43%	1.19%	0.68%	5.03%	0.79%
South Africa	Asia	Ca1	6.38%	11.65%	7.41%	NA	NA	NA
Spain	Arabic	Ba2	2.36%	7.21%	2.97%	2.66%	7.33%	3.09%
St. Lucia	Arabic	Ba1	1.36%	5.82%	1.58%	0.41%	4.72%	0.48%
St. Maarten	Arabic	Ca2	7.66%	13.14%	8.90%	19.50%	26.90%	22.66%
St. Vincent & the Grenadines	Caribbean	Ba2	2.97%	7.21%	2.97%	NA	NA	NA
Suriname	Caribbean	B3	5.53%	10.67%	6.43%	NA	NA	NA
Swaziland	Arabic	Ca3	8.41%	14.13%	9.89%	NA	NA	NA
Sweden	Arabic	B3	3.51%	10.67%	6.43%	NA	NA	NA
Switzerland	Western Europe	B3	0.00%	4.24%	0.00%	0.00%	4.24%	0.00%
Taiwan	Western Europe	Aa3	0.00%	4.24%	0.00%	0.00%	4.24%	0.00%
Tajikistan	Asia	Aa3	0.51%	4.84%	0.60%	NA	NA	NA
Tanzania	Eastern Europe & Russia	B3	3.51%	10.67%	6.43%	NA	NA	NA
Thailand	Arabic	Ba1	4.68%	9.68%	5.44%	NA	NA	NA
Thailand	Asia	Ba1	1.36%	5.82%	1.58%	0.33%	4.82%	0.38%
Togo	Africa	B3	5.53%	10.67%	6.43%	NA	NA	NA
Trinidad and Tobago	Caribbean	B3	2.69%	7.21%	2.97%	NA	NA	NA
Turkey	Africa	Ba2	4.68%	11.65%	7.41%	8.63%	14.27%	10.01%
Turks and Caicos Islands	Western Europe	B2	4.68%	9.68%	5.44%	5.32%	10.42%	6.18%
Uganda	Caribbean	Ba1	1.36%	5.82%	1.58%	NA	NA	NA
Ukraine	Arabic	B2	4.68%	9.68%	5.44%	NA	NA	NA
United Arab Emirates	Eastern Europe & Russia	B3	5.53%	10.67%	6.43%	5.98%	11.19%	6.95%
United Kingdom	Middle East	Aa2	0.42%	4.73%	0.49%	NA	NA	NA
United States	Western Europe	Aa3	0.41%	4.81%	0.60%	0.00%	4.24%	0.00%
Uruguay	North America	Aa3	0.00%	4.24%	0.00%	0.00%	4.24%	0.00%
Uzbekistan	Central and South America	B1	1.88%	6.12%	1.27%	1.27%	5.72%	1.48%
Venezuela	Eastern Europe & Russia	B1	3.43%	8.69%	4.45%	NA	NA	NA
Vietnam	Central and South America	C	17.50%	24.58%	20.34%	NA	NA	NA
Zambia	Asia	Ba3	3.06%	7.80%	3.56%	1.37%	5.81%	1.59%
Zimbabwe	Africa	Ca	10.21%	16.11%	11.87%	NA	NA	NA



Handwritten signature in blue ink.



Repertorio n. 15.967

**JACOPO SODI**  
NOTAIO

**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 [REDACTED]

- **Caciagli Lucia**, nata a [REDACTED]

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. 35038 serie 1T, Euro 200,00.