

**AEROPORTO VALERIO CATULLO  
DI VERONA VILAFRANCA S.P.A.**

**RELAZIONE  
DI  
STIMA**

**SUL VALORE DI LIQUIDAZIONE DELLE AZIONI DI  
AEROPORTO VALERIO CATULLO S.P.A. PER  
L'ESERCIZIO DEL DIRITTO DI RECESSO**

**Dott. Maurizio CERRANO**

## **Relazione di Stima ai sensi dell'art. 2437-ter, secondo comma C. C. sul valore di liquidazione delle azioni di Aeroporto Valerio Catullo S.p.A. per l'esercizio del diritto di recesso**

Signori Consiglieri,

la presente relazione è stata redatta su incarico del Consiglio di Amministrazione di Aeroporto Valerio Catullo S.p.A. ("Catullo" o la "Società"), ai sensi dell'art. 2437-ter, comma 5, del Codice Civile, in vista dell'Assemblea Straordinaria degli azionisti che verrà convocata per il 30 luglio 2014 chiamata a deliberare sull'approvazione di alcune modifiche statutarie che comportano per gli azionisti il diritto di recesso.

### **1. Valutazione del Consiglio di Amministrazione sulla ricorrenza del diritto di recesso**

In relazione alla delibera straordinaria di modifica dei vincoli alla circolazione delle azioni ed alla eliminazione delle cause derogabili di recesso, agli azionisti di Catullo, che non avranno concorso alla deliberazione assembleare, spetta il diritto di recesso ex art. 2437-ter, secondo comma C.C..

I termini e le modalità di esercizio del diritto di recesso saranno individuati nel corso della riunione del Consiglio di Amministrazione del 4 luglio 2014.

### **2. Motivi e oggetto dell'incarico**

Agli Amministratori spetta il compito di determinare il valore di liquidazione delle azioni per le quali può essere esercitato il diritto di recesso. Gli Amministratori possono eventualmente avvalersi, per lo svolgimento di tale compito, di un consulente esterno dagli stessi a tal fine incaricato.

La scelta del metodo o dei metodi da adottare per la valutazione del capitale economico della società, la corretta applicazione di detti metodi e la conseguente determinazione del valore di liquidazione delle azioni rientrano pertanto nella sfera di esclusiva competenza e responsabilità del Consiglio di Amministrazione.

Analogamente, spetta agli Amministratori la trasmissione al Collegio sindacale e al soggetto incaricato della revisione contabile, per lo svolgimento dei rispettivi compiti di legge, della documentazione che fornisce evidenza del processo valutativo seguito dagli stessi Amministratori (nonché dal consulente da questi ultimi eventualmente incaricato) e della determinazione preliminare del valore di liquidazione delle azioni.

Il Consiglio di Amministrazione, una volta ricevuti i pareri rispettivamente emessi dal Collegio sindacale e dal soggetto incaricato della revisione contabile, procederà alla fissazione definitiva del valore di liquidazione delle azioni per le quali potrà essere esercitato, nei modi e nei tempi di legge, il diritto di recesso. Il Consulente dovrà pertanto supportare il Consiglio di Amministrazione nell'individuazione del valore di liquidazione delle azioni fornendo adeguate informazioni sui metodi di valutazione adottati.

### 3. Lavoro svolto e documenti analizzati

A i fini dell'espletamento del mio incarico ho analizzato i seguenti documenti:

- Bilanci di esercizio e consolidato della Società per gli esercizi 2010-2012;
- Bilanci d'esercizio di Aeroporto Gabriele D'Annunzio S.p.A., Avio Handling s.r.l. a socio unico in liquidazione e Catullo Park s.r.l. a socio unico per gli esercizi 2010-2012;
- Progetto di bilancio d'esercizio e consolidato della Società al 31 dicembre 2013 corredato dalla relazione degli amministratori, approvato dal Consiglio di Amministrazione del 13 maggio 2014 e dalle relazioni della società di revisione e del Collegio sindacale;
- Budget economico – finanziario 2014 della Società (“Budget”) approvato dal Consiglio di Amministrazione della Società del 13 maggio 2014;
- Piano industriale 2014-2023 (“Piano”) approvato dal CdA del 13 maggio 2014;
- Verbale in corso di allibrazione relativo alla riunione del Consiglio di Amministrazione della Società del 24 giugno 2014;
- “Fairness opinion sul valore del capitale della Società per operazione di aumento di capitale sociale” redatta dal Prof. Fabio Buttignon in data 6 luglio 2012;
- Accordo di investimento (“Accordo”) tra i soci Camera di Commercio I.A.A. di Verona, Amministrazione Comunale di Verona, Amministrazione Provinciale di Verona, Provincia Autonoma di Trento, Aeroporto Valerio Catullo di Verona Villafranca S.p.A. e SAVE S.p.A. siglato in data 6 giugno 2014;
- Proposta di acquisto delle azioni della Aeroporto Valerio Catullo di Verona Villafranca S.p.A. di proprietà del Comune di Villafranca di Verona da parte della SAVE S.p.A. effettuata in data 6 giugno 2014;
- Altre informazioni e dati ottenuti anche mediante attestazioni verbali della Direzione della Società.

Nel corso degli incontri con la Direzione e il Direttore Amministrazione e Finanza sono stati approfonditi il profilo strategico, organizzativo ed economico-finanziario della Società e le linee guida, le ipotesi di base e i risultati attesi del piano di sviluppo. In particolare, sono stati esaminati i seguenti temi:

- analisi dei dati di bilancio al 31.12.2013: identificazione della consistenza della posizione finanziaria netta alla data di valutazione e analisi delle voci componenti il capitale circolante netto;
- confronto fra il Piano e le precedenti proiezioni economico-finanziarie approvate dal Consiglio di Amministrazione e dall'Assemblea dei soci al fine di cogliere i mutamenti intervenuti nella strategia di sviluppo.

Al termine del lavoro è stata fornita specifica attestazione, mediante lettera a me inviata, anche in nome e per conto del Consiglio di Amministrazione, dal rappresentante legale della Società sulla completezza dei dati e delle informazioni messi a mia disposizione nello svolgimento dell'incarico.

#### 4. Natura e limiti dell'incarico

Il giudizio da me espresso ha, pertanto, natura consultiva e non vincolante e si fonda, strettamente, sui documenti che sono stati consegnati e sulle informazioni che sono state fornite (contenute nei documenti richiamati), oltre che sui dati di mercato disponibili alla data di rilascio della presente relazione. Pertanto, la stima cui sono pervenuto è principalmente subordinata all'analisi di dati al 31/12/2013, non disponendo di una situazione patrimoniale aggiornata a data più recente, e al realizzarsi delle proiezioni di Piano nei tempi e nei valori indicati per il periodo 2014-2023.

Non ho svolto alcuna operazione di revisione dei dati contabili, in particolare, non ho proceduto a verificare autenticità, origine, accuratezza e completezza delle informazioni contenute nei documenti richiamati e non ho, inoltre, approfondito alcuna analisi di sostenibilità delle proiezioni di Piano fornite dalla Società, se non negli aspetti in precedenza elencati, discutendone con il Management ragionevolezza e affidabilità.

Le valutazioni cui sono pervenuto devono, inoltre, essere considerate alla luce di taluni limiti e difficoltà di valutazione che, nel caso in esame, possono così sintetizzarsi:

- le stime dei valori patrimoniali al 30 giugno 2014 sono state effettuate esclusivamente sulla base del budget economico, finanziario e patrimoniale del 2014 e delle informazioni relative alle consistenze finanziarie fornite dal Management;
- le stime dei flussi economico-finanziari sono potenziali e collegati al successo nella realizzazione del Piano della Società;
- tali flussi partono dal presupposto che si realizzi un'operazione di sviluppo con un partner industriale che sia in grado di valorizzare il potenziale degli scali e che la Società si sta adoperando per portare a termine a breve;
- i valori stimati dipendono, in ogni caso, dal soddisfacimento di consistenti esigenze finanziarie e, in particolare, dal realizzarsi dell'aumento di capitale, dal reperimento di altre fonti di finanziamento e dal concreto manifestarsi delle prospettive di autofinanziamento della Società contenute nel Piano;
- la stima del valore del capitale include anche la valorizzazione del risparmio d'imposta collegato alla recuperabilità delle perdite fiscali pregresse e, dunque, al realizzarsi dei risultati di Piano nella tempistica e per gli importi indicati.

#### 5. Valore di liquidazione delle azioni: metodologie di valutazione

Per le finalità di cui all'art. 2437-ter, secondo comma, del Codice Civile sono state utilizzate metodologie di valutazione in linea con le indicazioni del Legislatore, il quale, al suddetto articolo, dispone che *"il valore di liquidazione delle azioni è determinato ... tenuto conto della consistenza patrimoniale della società e delle sue prospettive reddituali, nonché dell'eventuale valore di mercato delle azioni"*.

Pertanto risulta evidente la volontà del legislatore di prevedere criteri di calcolo del valore delle azioni adeguati a tutelare gli interessi delle minoranze le cui quote risultano spesso di non facile negoziabilità.

Si tratta, insomma, di valutare in ogni caso le azioni non quotate in base al c.d. "valore del capitale economico" dell'azienda in funzionamento, secondo i metodi e procedimenti indicati dalla dottrina aziendalistica, con le limitazioni e precisazioni formulate successivamente. Infatti, la determinazione del valore unitario delle azioni non quotate richiede necessariamente la previa determinazione del valore complessivo del patrimonio netto della società nella quale si effettua il recesso, con la considerazione inoltre della possibilità, a seconda della consistenza del pacchetto azionario e dell'entità della partecipazione per la quale si esercita il recesso, dell'applicazione di "premi di maggioranza" e di "sconti di minoranza".

### **5.1 Sintesi degli orientamenti della dottrina aziendalistica in tema di valutazione di aziende**

Prima di passare all'analisi delle disposizioni dell'art. 2437 ter c.c., ritengo necessario presentare, in modo sintetico e limitando i riferimenti all'essenziale, un quadro dei vari metodi proposti dalla dottrina aziendalistica italiana più autorevole in tema di valutazioni di aziende e di complessi aziendali. Nei paragrafi successivi poi saranno svolti i necessari approfondimenti.

Una prima generale classificazione dei metodi di valutazione è quello tra metodi diretti e metodi indiretti: i primi fanno riferimento ai prezzi effettivi espressi dal mercato per le azioni o quote dell'azienda considerata (o di aziende similari); i metodi indiretti invece determinano il valore delle azioni o quote attraverso la previa valutazione dell'intera azienda come "complesso funzionante" in base a valori - stock come il valore contabile o il valore corrente delle attività e passività che costituiscono il suo patrimonio; il reddito medio prospettico; i flussi reddituali e finanziari futuri. I primi fanno riferimento a prezzi, i secondi a valori, determinati con un procedimento più o meno complesso che porta all'espressione di un giudizio valutativo.

Altra distinzione è fra valutazioni assolute, basate su formule e modelli di valutazione e valutazioni relative basate su multipli di società quotate comparabili o di transazioni comparabili.

Altra importante distinzione, formulata da un'autorevole dottrina (Guatri), è quella tra valori economici e valori potenziali (questi ultimi con l'ulteriore distinzione dei valori potenziali puri e valori potenziali controllabili). Le valutazioni economiche, che sono quelle che portano al valore del "capitale economico dell'azienda", possiedono gli importanti attributi della razionalità (perché derivano da un processo valutativo basato su formule e modelli dotati di una logica economica e scientificamente fondati), della neutralità (perché prescindono dagli interessi delle parti interessate), della dimostrabilità, nel senso che le quantità (flussi reddituali e finanziari, tassi di capitalizzazione, valori patrimoniali) devono avere un accettabile grado di credibilità e quindi di obiettività, come avviene per i flussi degli esercizi passati che costituiscono dati certi o per i flussi futuri basati su capacità reddituali già acquisite o di probabile raggiungimento nel breve termine; della stabilità, nel senso che i valori determinati non sono oscillanti o incerti nel breve periodo. Invece i valori potenziali sono basati interamente su flussi futuri e condizioni di svolgimento della gestione legate a previsioni incerte, a lungo termine, o a scelte ed opzioni che dipendono da attese e strategie ancora da sviluppare e, dunque, di esito incerto.

## 5.2 I criteri di valutazione delle azioni non quotate ai sensi dell'art 2437- ter, comma 2

Dall'esame del comma 2 dell'art. 2437 ter risulta che "il valore di liquidazione" delle azioni non quotate, deve essere determinato con l'utilizzo congiunto di tre criteri:

- a) il valore che può essere attribuito alla "consistenza patrimoniale della società";
- b) il valore che può essere attribuito alle sue "prospettive reddituali";
- c) il valore di mercato delle azioni.

Mentre le due prime componenti devono essere determinate sempre, nel modo che vedremo, la considerazione del valore di mercato delle azioni è solo eventuale: di esso si deve tener conto se tale valore c'è e se può ritenersi attendibile.

Dunque, a meno di alcuni casi specifici nei quali non ha senso chiedersi quale sia il valore delle prospettive reddituali perché esse non vi sono o non possono dar luogo ad un valore significativamente distinto da quello del patrimonio, è necessario che si determini in ogni caso (anche in ipotesi di imprese con patrimoni qualitativamente e quantitativamente poco rilevanti) sia il valore della consistenza patrimoniale sia il valore attribuibile alle prospettive reddituali.

Si tratta, dunque, non di un patrimonio netto contabile, ottenuto con i criteri di redazione e valutazione propri del bilancio d'esercizio (basati sul principio di prudenza, sul principio di realizzazione dei ricavi e degli utili e sul costo storico) bensì di un patrimonio netto rettificato, ottenuto con una valutazione delle attività e passività a valori correnti.

Se si fa riferimento al quadro dei possibili criteri di stima proposti dalla dottrina aziendalistica sopra riportato, si rileva che, per la valorizzazione della componente patrimoniale deve essere utilizzato il criterio basato sui "valori - stock" che perviene ad un capitale (patrimonio) netto a valori correnti, il quale deve comprendere anche i beni immateriali non iscritti in bilancio (il c.d. "metodo patrimoniale complesso" che determina il K'). Ma lo stesso risultato si ottiene con l'applicazione del metodo misto patrimoniale-reddituale, perché con esso la componente patrimoniale (K') si valorizza con i medesimi procedimenti del metodo patrimoniale complesso.

Per quanto riguarda invece il valore attribuibile alle "prospettive reddituali", ossia all'avviamento positivo (goodwill) o negativo (badwill) (il quale rispettivamente va sommato o sottratto al valore corrente del patrimonio netto) esso può essere determinato con l'applicazione dei seguenti criteri:

- a) il criterio basato sui flussi reddituali analitici, medi o misti. Tuttavia, il valore attuale dei flussi ottenuto con uno dei metodi reddituali non rappresenta solo il valore attribuibile alle "prospettive reddituali" come inteso dalla norma in commento, bensì l'intero valore dell'azienda come complesso produttivo in funzionamento, e dunque comprende non solo l'avviamento, ma anche il valore di tutti gli altri intangibles esistenti ma non iscritti in bilancio ed il valore della stessa componente patrimoniale dell'azienda (beni materiali, crediti, disponibilità liquide, titoli e partecipazioni, debiti, altre passività). Esso inoltre è un valore unico, indistinto, che è arbitrario scomporre in una serie di valori correnti attribuibili alle attività e passività;
- b) il criterio (o metodo) misto patrimoniale - reddituale, con stima autonoma del goodwill o del badwill.

Poiché la norma in commento richiede la considerazione congiunta di tutte le componenti del valore dell'azienda, componente patrimoniale e componente reddituale, ritengo che il metodo che meglio degli altri corrisponde alle previsioni del legislatore sia proprio il metodo misto patrimoniale - reddituale con determinazione autonoma del goodwill o del badwill (detto anche metodo UEC).

Come si vedrà in prosieguo l'avviamento può essere determinato con più di un procedimento o modalità di calcolo.

Si ritiene che non possano essere utilizzati criteri basati sui flussi finanziari o reddituali a lungo termine che portano a "valori potenziali" puri; criteri che portano a "valori relativi" basati sui multipli di mercato; criteri "empirici" comunque configurati poiché:

a) i criteri di stima che portano a valori potenziali dell'intera azienda i quali prescindono da una capacità di reddito attuale certa o raggiungibile in futuro con fondata probabilità, come i metodi finanziari (basati sull'attualizzazione dei flussi finanziari futuri lordi o netti e del valore residuo dopo un periodo di almeno 5/7 anni di proiezioni analitiche) ed i metodi reddituali basati anch'essi esclusivamente su previsioni a medio - lungo termine, che prescindono da una redditività consolidata, sono inapplicabili in genere nelle operazioni societarie straordinarie (conferimenti, fusioni, scissioni), perché pervengono a valori scarsamente attendibili, basati su flussi finanziari o reddituali aleatori e di difficile ed incerta determinazione. Peraltro, anche per essi vale l'osservazione sopra formulata che non consentono di esprimere il patrimonio della società a valori correnti, perché danno luogo ad un valore unico di complesso. Lo stesso vale per i valori potenziali puri nell'ottica dell'acquirente dell'azienda, ossia al c.d. valore strategico o valore di acquisizione; anche perché esso è influenzato dal valore attribuito alle "sinergie esterne" che potranno svilupparsi tra l'azienda dell'acquirente e l'azienda acquisita, sinergie di cui qui non si può e non si deve tener conto;

b) i c.d. "criteri empirici", nel caso specifico, sono ugualmente improponibili perché non fondati scientificamente e privi di quella razionalità e dimostrabilità che deve necessariamente essere presente nelle "stime formalizzate" previste dalla legge, a tutela degli interessi di tutti i soggetti coinvolti (soci);

c) per quanto riguarda i moltiplicatori o multipli di mercato (riferibili sia alle società quotate comparabili, sia alle transazioni comparabili), di essi si può tener conto con molte cautele quali metodi di confronto e controllo soprattutto del "valore di mercato" delle azioni non quotate previsto dall'art. 2437 ter.

### **5.3 I metodi di valutazione delle imprese di gestione aeroportuale**

All'interno delle metodologie sopra indicate bisogna individuare quelle che meglio si addicono alle imprese di gestione aeroportuale tenendo in considerazione una molteplicità di fattori, tra i quali assumono rilievo:

- la specificità e peculiarità dell'attività esercitata;
- il processo di diversificazione in atto negli ultimi anni in nuove aree di business;
- i consistenti investimenti necessari all'esercizio dell'impresa, tenuto anche conto del particolare regime concessorio che le caratterizza e che impone specifici vincoli in tema di manutenzione di impianti, fabbricati ed attrezzature;
- la significativa incidenza sul traffico passeggeri e merci.

Per la valutazione corrente del capitale economico della Catullo si è fatto riferimento ad una valutazione con il metodo misto patrimoniale - reddituale facendo seguire alla stessa un'analisi dei

prezzi di mercato al fine di poter verificare la congruità dei valori espressi dal primo metodo.

A supporto di tale scelta di metodologia si ritiene opportuno delineare le principali caratteristiche e limiti dei metodi patrimoniale complesso e del metodo reddituale che poi confluiranno nel metodo misto patrimoniale reddituale.

#### METODO PATRIMONIALE COMPLESSO

Il metodo patrimoniale è basato sul principio dell'espressione a valori correnti dei singoli componenti attivi e passivi che formano il patrimonio aziendale.

La valutazione di un'azienda con il metodo patrimoniale semplice richiede un accurato esame di tutti gli aggregati del patrimonio, i quali vengono riespressi in base a criteri di valutazione che, per la maggior parte, differiscono da quelli normalmente utilizzati per la redazione del bilancio d'esercizio di una società in funzionamento.

Il metodo conduce alla determinazione del cosiddetto "capitale netto rettificato" che, anche in ipotesi di valutazione con metodi differenti, costituisce comunque un'informazione importante, quantomeno per un confronto.

I principali criteri di valutazione normalmente utilizzati per ottenere una situazione patrimoniale rettificata possono essere così sintetizzati:

- i beni strumentali sono valutati in base al costo di ricostruzione a nuovo, inteso come il costo necessario per costruire o acquistare gli stessi beni basandosi su tecnologie e materiali correnti, ed in modo tale che essi siano in grado di rimpiazzare quelli attualmente in uso presso l'azienda, mantenendo la medesima capacità produttiva e resa. Una volta stimato il costo di ricostruzione a nuovo si deve procedere ad una serie di rettifiche atte a riflettere il deperimento fisico, l'obsolescenza tecnologica e quella funzionale;
- i crediti ed i debiti sono esposti al valore netto di presunto realizzo od estinzione, attualizzando eventuali crediti/debiti a lunga scadenza, tenendo inoltre conto, per i debiti gravati da interessi, del livello dei tassi corrisposti agli enti finanziatori;
- le partecipazioni in altre società vengono valutate con una diversa metodologia a seconda che si tratti di società controllate o non controllate. Nel primo caso vengono, di norma, valutate quale parte integrante della controllante attraverso lo strumento del bilancio consolidato. Nel secondo caso in presenza di società quotate si fa riferimento alle quotazioni di mercato, oppure, negli altri casi, al loro patrimonio netto rettificato;
- per i fondi accesi alle spese future, al trattamento di fine rapporto ed a passività potenziali ne viene valutata la congruità e la pertinenza.

Con specifico riferimento ai componenti attivi, il processo valutativo tiene anche conto di quei beni *intangibile* spesso non contabilizzati, tra i quali si possono ricomprendere i marchi, i brevetti, il know-how, l'immagine aziendale, nonché il fattore "risorse umane" di cui l'azienda dispone.

Per poter stimare in modo razionale il valore dei beni intangibile, si deve quindi preliminarmente individuare se essi possiedono le seguenti caratteristiche:

- il valore dei beni deve essere misurabile;
- i beni devono aver dato origine in passato a costi la cui utilità risulti, almeno in parte, differibile nel tempo;
- il bene *intangibile* deve essere trasferibile, cioè cedibile a terzi.

Particolare rilevanza assume il requisito della trasferibilità. Per poter essere oggetto di valorizzazione, il bene immateriale deve poter essere estraibile dall'azienda in cui si è formato e cedibile. Il requisito della trasferibilità si intende soddisfatto anche qualora il bene sia cedibile congiuntamente ad altri beni, materiali o immateriali.

Per le società di gestione aeroportuale l'*intangibile* viene solitamente individuato nella capacità che la società concessionaria ha, a seguito del rilascio del rapporto concessorio, di generare ricavi e, quindi, reddito.

Il rapporto concessorio costituisce pertanto un bene identificabile in grado di assicurare al possessore un profilo di rischio-rendimento adeguato e trasferibile, previa autorizzazione dell'Ente concedente.

La dottrina aziendale partendo dal presupposto che il rapporto concessorio ha, almeno nel nostro Paese, durata lunga ma comunque limitata ha individuato differenti metodi valutativi dell'*intangibile*.

- determinazione dei redditi incrementali attesi anno per anno, analiticamente quantificati fino al termine della concessione;
- determinazione dei redditi analitici attesi fino all' $m^{\text{esimo}}$  anno, integrati dal valore finale nell'anno  $m$  (al fine di apprezzare l'ulteriore capacità dell'*intangibile* di produrre reddito incrementale al termine dell'orizzonte temporale analitico di previsione del flusso fino all'anno  $n$  di scadenza della concessione);
- determinazione di una rendita costante (perpetua o limitata).

Il primo metodo seppure teoricamente preferibile presenta inconvenienti applicativi, ciò in quanto può palesare significative carenze in termini di effettiva fondatezza delle previsioni insite nella stima. La stima dei dati puntuali di reddito al di là dei primi 5 anni risulta infatti difficoltosa e gravata da incertezze crescenti al crescere dell'orizzonte temporale, pregiudicando per tale ragione l'attendibilità e l'oggettività della valutazione.

La seconda valutazione presenta l'indubbio vantaggio, rispetto alla soluzione precedente, di limitare l'orizzonte analitico revisionale all'anno  $m$ , determinando per gli anni successivi un valore finale a carattere sintetico che, per le società di gestione aeroportuale, viene determinato attualizzando per il periodo residuo di durata della concessione la configurazione di flusso reddituale dell'anno  $m$ , assunto come costante da quel momento in poi.

$$I = \sum_{i=1}^m R_i v^i + V_f v^m$$

I	è il valore dell'intangible;
$R_i$	è il reddito dell'iesimo anno;
$V^f$	è il valore finale del bene all'anno n;
$v^i, v^m$	sono fattori di attualizzazione

La terza alternativa presenta l'ulteriore vantaggio applicativo di utilizzare un unico flusso corrispondente al reddito medio normale futuro che si ipotizza l'*intangible* sarà in grado di originare in capo al concessionario.

Il metodo patrimoniale complesso conduce alla determinazione di un capitale netto rettificato che comprende anche i beni immateriali ed è rappresentato dalla formula:

$$KP = K + I(1 - r)$$

dove:

KP	è il capitale netto rettificato, comprensivo dei beni immateriali;
K	è il capitale netto rettificato al netto dell'incidenza degli oneri fiscali potenziali;
I	è il valore dell'intangible;
r	è l'incidenza degli oneri fiscali potenziali.

Qualora dalla valutazione dell'azienda con il metodo patrimoniale emergano plusvalenze, dovranno essere calcolati i carichi fiscali potenziali. Pur essendo potenziali devono essere accolti nella valutazione nel momento in cui vengono evidenziate plusvalenze, anch'esse potenziali.

Per la determinazione dell'aliquota necessaria a quantificare i carichi fiscali potenziali connessi alle plusvalenze da rivalutazione, dovranno essere tenuti in debito conto i seguenti aspetti:

- aliquote correnti delle imposte sul reddito e delle imposte indirette sulle plusvalenze generate da particolari cespiti;
- possibilità di riporto di perdite fiscali pregresse;
- applicabilità di norme fiscali che consentano la diluizione nel tempo delle plusvalenze realizzate;
- possibilità che vengano emanati nuovi provvedimenti legislativi che accordino esenzioni d'imposta parziali o totali sulle rivalutazioni dei beni patrimoniali.

## METODO REDDITUALE

La valutazione con il metodo reddituale può essere considerata da un punto di vista metodologico come una semplificazione del metodo finanziario.

I metodi reddituali identificano infatti il valore di un'azienda con il valore attuale dei redditi normali attesi ipotizzando, di fatto, un'identità tra tali redditi ed i flussi monetari futuri.

La validità pratica del metodo reddituale, nonostante le semplificazioni dello stesso rispetto al metodo finanziario, può essere principalmente ricondotta alle seguenti considerazioni:

- nel lungo periodo i flussi monetari ed il reddito tendono ad equivalersi;

- il reddito che normalmente l'azienda è in grado di generare costituisce un dato di più agevole previsione rispetto alla stima dei futuri flussi monetari.

Con riferimento al metodo reddituale, in estrema sintesi le formule alternative applicabili prevedono:

- a) l'attualizzazione dei redditi attesi anno per anno (per n anni), che a sua volta può prevedere:
- a1) la considerazione analitica di tutti i redditi futuri che l'impresa è in grado di garantire, opportunamente attualizzati, per l'intero orizzonte temporale di riferimento (n)

$$W = \sum_{i=1}^n R_i v^i$$

dove:

W è il valore dell'azienda;

$R_i$  è il reddito dell'anno  $i$ esimo;

$v^i$  è il coefficiente di attualizzazione in base al tasso  $i$ .

a2) l'utilizzo dei redditi puntuali fino al momento in cui gli stessi sono prevedibili con sufficiente grado di accuratezza e attendibilità (anno  $m$ ) e successivamente il ricorso ad una misura media di reddito ( $R$ ) ipotizzando che il flusso reddituale rimanga costante, a partire da quel momento, per tutto l'orizzonte temporale considerato fino all'anno  $n$ . In formula

$$W = \sum_{i=1}^m R_i v^i + \sum_{i=m+1}^n R v^i$$

- b) l'utilizzo delle formule sviluppate dalla matematica finanziaria per determinare il valore attuale di una rendita posticipata nella duplice possibilità:
- b1) rendita perpetua, nel qual caso la formula diventa

$$W = \frac{R}{i}$$

dove:

W è il valore dell'azienda;

R è il reddito normale atteso;

$i$  è il tasso di remunerazione;

b2) rendita limitata ad n anni, nel qual caso la formula diventa

$$W = R \cdot a_{-n} i$$

dove:

W è il valore dell'azienda;

R è il reddito normale atteso;

$a_{-n}^i$  è il valore attuale di una rendita immediata posticipata di durata pari ad "n" anni ove "i" rappresenta il tasso di remunerazione.

- c) l'utilizzo di proiezioni analitiche fino all'anno n e di una previsione sintetica a mezzo del valore terminale all'anno n, rappresentando quest'ultimo il valore che l'impresa mantiene al termine dell'orizzonte di previsione analitica. In formula si avrà:

$$W = \sum_{i=1}^n R_i v^i + V_f v^n$$

dove:

$R_i$  è il reddito dell'anno i-esimo;

$V_f$  è il valore finale dell'azienda all'anno n;

$v^i$  è il coefficiente di attualizzazione in base al tasso i.

Fra le varie alternative applicabili ad una società di gestione aeroportuale sono preferibili la a2) e la b2).

### Il reddito normale atteso

La previsione dei redditi da capitalizzare può fondarsi essenzialmente su quattro tipologie di dati:

- risultati storici;
- proiezione di risultati storici;
- risultati programmati futuri;
- risultati futuri sulla base di ipotesi possibili.

Naturalmente il ricorso a risultati storici, pur avendo il vantaggio della semplicità di determinazione, presenta l'inconveniente di essere basato sull'idea che il futuro non presenti difformità rispetto al passato e che i dati possano inoltre essere stati influenzati da politiche di bilancio.

Il reddito che compare nella formula è definito come "normale atteso", si fa cioè riferimento ad una configurazione di reddito depurato dei seguenti fattori:

- significative plusvalenze e/o minusvalenze su cessioni di cespiti e/o partecipazioni;
- rilevanti componenti reddituali positive o negative generate da attività estranee alla gestione tipica;
- effetti di fluttuazioni anomale di mercato.

Devono pertanto essere escluse quelle componenti di reddito straordinarie, derivanti da eventi eccezionali o non rientranti nella gestione caratteristica, che di conseguenza non possono essere compresi nella determinazione del reddito medio normale.

## **Il tasso di remunerazione**

La determinazione del tasso di remunerazione costituisce uno dei maggiori problemi nella valutazione delle aziende con il metodo reddituale: da un lato è infatti necessario quantificare elementi di carattere qualitativo, introducendo pertanto un elemento di soggettività, dall'altro lato la scelta del tasso risulta di estrema rilevanza, dato che anche ridotte variazioni conducono a differenze notevoli nel risultato.

Per procedere ad una quantificazione del tasso di remunerazione occorre in primo luogo avere chiara la funzione che esso svolge: il tasso rappresenta il rendimento dell'investimento, tenuto conto del rischio.

In particolare il tasso a cui fare riferimento dovrebbe essere equivalente al rendimento di investimenti alternativi, a parità di rischio.

Ne consegue che dovranno essere presi in considerazione due elementi:

- la remunerazione di un investimento privo di rischio;
- l'apprezzamento del rischio insito nell'investimento stesso.

A parità di rendimento il mercato privilegia infatti gli investimenti che si presentano come meno rischiosi.

Conseguentemente gli investimenti con un grado maggiore di rischio, come quelli in una azienda, devono offrire un rendimento proporzionalmente più elevato rispetto agli impieghi privi di rischio.

Per determinare il tasso che il mercato riconosce ad investimenti privi di rischio, o meglio con un rischio pressoché irrilevante, si fa normalmente riferimento al rendimento dei titoli di Stato pluriennali o garantiti dallo Stato.

Per l'apprezzamento del rischio insito nell'investimento stesso si deve tenere conto di quanto segue:

- del contesto economico-sociale nell'ambito del quale l'azienda opera;
- della struttura che caratterizza il settore di appartenenza dell'azienda e della posizione da essa occupata;
- dei rendimenti espressi dal mercato azionario per settori simili;
- dei rendimenti riconosciuti dal mercato finanziario per negoziazioni di aziende operanti nel medesimo settore.

Fenomeno di estrema rilevanza nella determinazione del tasso di remunerazione è l'inflazione, al punto che può risultare indispensabile l'adozione di alcune misure di cautela. Si osserva infatti come differenze anche minime nei tassi pesano notevolmente sul risultato finale.

Sarà pertanto opportuno che i tassi siano omogenei rispetto ai redditi oggetto di capitalizzazione, cioè che siano assunti al netto dell'inflazione nella stessa misura in cui i redditi dimostrano di sfuggirvi.

Nella scelta del tasso occorre analizzare le caratteristiche dell'azienda oggetto di valutazione: nella misura in cui i redditi si rivalutano rispetto all'inflazione, il tasso dovrà essere depurato della componente inflazionistica.

Esemplificando: se un'azienda è in grado di ribaltare sui prezzi praticati gli effetti dell'inflazione sui costi, come accade nel caso di posizioni di leadership o di prezzi che si rivalutano contrattualmente, si può ritenere che i redditi siano immuni dagli effetti dell'inflazione e possano essere scontati ad un tasso deflazionato. Qualora, al contrario, i redditi non possano rivalutarsi, come accade nel caso in cui i prezzi di vendita sono calmierati per legge, non è possibile applicare un tasso di remunerazione

depurato della componente inflazionistica.

Le società di gestione aeroportuale per le attività di aviation contrattano con l'Enac le tariffe applicabili che restano vincolate per un arco temporale prestabilito. I ricavi generati dalle altre attività che solitamente una società di gestione aeroportuale svolge sono invece solitamente modificabili ed adattabili a eventuali crescenti effetti inflazionistici.

### **Arco temporale di riferimento**

La determinazione dell'orizzonte temporale nel caso di valutazione di società di gestione aeroportuale è solitamente legato alla durata residua della concessione.

### **METODO MISTO PATRIMONIALE - REDDITUALE**

Una delle critiche rivolte ai metodi di valutazione patrimoniali e reddituali è quella di offrire, nella maggior parte delle situazioni, una visione parziale dell'azienda oggetto del processo valutativo.

La prassi professionale ha quindi sviluppato metodi di valutazione cosiddetti misti con il chiaro obiettivo di riflettere più fedelmente le diverse peculiarità aziendali.

I metodi misti hanno infatti la caratteristica di considerare contemporaneamente aspetti patrimoniali e reddituali, così da conciliare la maggiore obiettività del metodo patrimoniale con la considerazione delle prospettive di reddito dell'azienda.

Tra i diversi metodi misti elaborati il più diffuso e significativo è rappresentato dal "metodo misto con stima autonoma dell'avviamento" che può essere presentato nelle seguenti principali varianti:

- metodo misto con capitalizzazione limitata del reddito medio;
- metodo misto con capitalizzazione del reddito di alcuni esercizi futuri;
- metodo misto con capitalizzazione illimitata del reddito medio.

Il primo procedimento assume nel calcolo del valore del capitale economico il reddito medio atteso. Per la sua determinazione si faccia riferimento a quanto detto a proposito del metodo reddituale.

Nelle valutazioni di aziende che hanno sviluppato sofisticate tecniche di budgeting è preferibile ricorrere all'adozione della seconda ipotesi tra quelle esposte al punto precedente. Tale ipotesi non assume come riferimento il reddito medio atteso, ma i redditi previsti per i singoli esercizi futuri di riferimento. Questo procedimento è frequentemente utilizzato nel caso in cui si disponga di piani pluriennali e di previsioni attendibili.

In alternativa si può ricorrere alla prima variante, mentre deve, viceversa, ritenersi alquanto inattendibile la valutazione ottenuta utilizzando il metodo della capitalizzazione illimitata del reddito medio.

La formula del metodo misto con capitalizzazione del reddito di alcuni esercizi futuri può essere espressa come segue:

$$W=K + [(R_1-i.K_1).V^1 + (R_2-i.K_1).V^2 + (R_n-i.K_1).V^n]$$

dove:

- W è il valore dell'azienda;  
K è il patrimonio netto espresso a valori correnti;  
R<sub>1</sub>, R<sub>2</sub>, R<sub>n</sub> è il valore normale del reddito atteso per gli esercizi da 1 a "n";  
i è il tasso di remunerazione del capitale investito;  
K<sub>1</sub> è il capitale netto da remunerare;  
V<sup>1</sup>, V<sup>2</sup>, V<sup>n</sup> è il fattore di sconto (1+i<sup>-n</sup>) in cui "i<sup>-n</sup>" è tasso di attualizzazione.

La formula del metodo misto con capitalizzazione limitata del reddito medio atteso è la seguente:

$$W = K + \frac{a}{i} (R - iK)$$

Il metodo misto con capitalizzazione illimitata del reddito atteso può infine essere espresso dalla formula:

$$W = K + \frac{(R - iK)}{i}$$

Con il metodo misto con capitalizzazione del goodwill la stima si ottiene sommando al patrimonio netto, espresso a valori correnti, l'avviamento, positivo o negativo, atteso. Conseguentemente l'avviamento può essere definito come la minore o maggiore capacità di un'azienda di produrre un reddito.

### **Il patrimonio netto espresso a valori correnti**

Per la determinazione di questo primo elemento del processo valutativo si rinvia a quanto illustrato in relazione alla descrizione del metodo patrimoniale.

### **Il valore normale dei redditi attesi e la durata dell'*intangibile***

Nel processo di quantificazione dell'avviamento si deve fare riferimento al reddito che "normalmente" l'azienda oggetto di valutazione sarà in grado di generare in futuro.

Per reddito normale si deve intendere un risultato "normalizzato", depurato cioè dai seguenti fattori:

- significative plusvalenze e/o minusvalenze su cessioni di cespiti e/o partecipazioni;
- rilevanti componenti reddituali, positive o negative, generate da attività estranee alla gestione tipica;
- effetti di fluttuazioni anomale di mercato.

Per quanto concerne l'eliminazione degli effetti dell'inflazione si rinvia a quanto detto per il metodo reddituale.

Nella determinazione della durata dell'*intangibile* deve essere tenuta presente la durata della concessione.

### **Il tasso di remunerazione del capitale investito**

E' il tasso di interesse "normale" da applicare al capitale netto rettificato e rappresenta il rendimento

giudicato soddisfacente, considerato il rischio. Per la determinazione si faccia riferimento alle considerazioni svolte in riferimento alla scelta del tasso di capitalizzazione del metodo reddituale.

### **Il capitale netto da remunerare**

Il capitale netto da remunerare può risultare inferiore al patrimonio netto a valori correnti, in quanto nella sua determinazione non si deve tenere conto del valore di quelle attività non attinenti alla gestione caratteristica.

### **Il tasso di attualizzazione**

In questo caso il tasso di attualizzazione deve essere inteso come lo strumento finanziario da utilizzarsi per ricondurre alla data di valutazione i "sovraredditi" che si realizzeranno in futuro.

Il metodo di più comune utilizzo per la determinazione del tasso di attualizzazione/capitalizzazione è il CAPM (Capital Asset Pricing Model) che si basa sulla formula:

$$i = R_f + B(R_m - R_f)$$

$R_f$  è il rendimento degli investimenti privi di rischio;

$R_m$  è un indice espressivo del rendimento generale medio del mercato azionario;

$B$  è il coefficiente Beta che misura il rischio della specifica azienda espresso dalla volatilità del suo rendimento rispetto a quello dell'intero mercato.

La differenza  $ERP = (R_m - R_f)$  indica il premio per il rischio di mercato (Equity Risk Premium).

## **6. Metodologie di valutazione adottate e relativi risultati**

Alla luce di quanto sopra esposto si ritiene opportuno valutare il valore delle azioni ex art. 2437-ter, secondo comma, del Codice Civile in base al metodo misto patrimoniale-reddituale con capitalizzazione limitata del reddito medio atteso. A controprova del valore individuato verranno ulteriormente analizzati i valori di mercato sulla base delle informazioni ottenute da parte del Consiglio di Amministrazione e del Comune di Verona Villafranca.

### **Metodo misto patrimoniale reddituale con capitalizzazione limitata del reddito medio atteso**

La formula del metodo misto con capitalizzazione limitata del reddito medio atteso è la seguente:

$$W = K + a \cdot \frac{R - iK}{i}$$

dove:

W	è il valore dell'azienda;
K	è il patrimonio netto espresso a valori correnti;
R	è il valore normale del reddito atteso;
i	è il tasso di remunerazione del capitale investito;

## **PATRIMONIO NETTO RETTIFICATO**

Sono state esaminate le principali attività e passività della Società al 31/12/2013 ed in particolare sono stati analizzati i loro valori e i loro criteri di valutazione.

Si rileva che non avendo a disposizione una situazione contabile ad una data più recente sono state analizzate le attività e passività della Società e qualora si ritenga che il loro valore sia significativamente variato da tale data alla data del 30/06/2014, sulla base delle informazioni ottenute, si è provveduto a rettificarlo.

## **IMMOBILIZZAZIONI**

### *Immobilizzazioni immateriali*

Le immobilizzazioni immateriali risultano iscritte al costo di acquisto o di produzione maggiorate dei relativi oneri accessori, al netto degli ammortamenti effettuati. In particolare si ritiene che il valore dei costi di ricerca, di sviluppo e di pubblicità ed i costi di impianto ed ampliamento aventi utilità pluriennale, iscritti con l'assenso del Collegio Sindacale, possa essere mantenuto in considerazione della prospettiva di continuazione dell'attività d'impresa e della loro funzione economica.

### *Immobilizzazioni materiali*

Le immobilizzazioni materiali risultano iscritte al costo di acquisto o di costruzione, comprensivo dei relativi oneri accessori, fatto salvo per i beni oggetto di rivalutazione a seguito di operazioni straordinarie.

Relativamente a questi ultimi si è provveduto ad analizzare le operazioni che hanno generato l'iscrizione di un maggior valore contabile rispetto a quello di acquisto o di costruzione.

In particolare si evidenziano le seguenti rivalutazioni:

- *Scissione parziale ramo d'azienda Aeroporto Gabriele D'Annunzio S.p.A.*

La scissione parziale relativa al Ramo d'Azienda Concessionario da parte della Aeroporto Gabriele D'Annunzio S.p.A. a favore della Aeroporto V. Catullo S.p.A. con effetto ai fini contabili, civilistici e fiscali al 31/12/2013 ha comportato l'iscrizione di beni oggetto di rivalutazione per circa 2,7 milioni. Tale ammontare riguarda beni oggetto di conferimento nella Aeroporto Gabriele D'Annunzio S.p.A. nel 2002 che presentavano ancora un saldo di rivalutazione pari a circa Euro 0,6 milioni e beni oggetto di rivalutazione in sede di scissione parziale per circa Euro 2,1 milioni.

A supporto di tale ultimo maggior valore è stata redatta da esperto indipendente una relazione di

stima che ha confermato il loro valore di mercato.

- *Fusione per incorporazione Catullo Park S.r.l.*

La fusione per incorporazione della Catullo Park S.r.l. nella Aeroporto V. Catullo S.p.A. con effetto ai fini contabili, civilistici e fiscali al 01/01/2013 ha comportato l'iscrizione di beni, oggetto di rivalutazione per circa 9,9 milioni. A seguito dei successivi ammortamenti al 30/06/2014 l'ammontare delle rivalutazione ammonta a circa Euro 9,7 milioni.

A supporto di tale maggior valore era stata redatta nel 2010 dall'Agenzia del Territorio una relazione di stima che in base alle informazioni fornite dalla Società risulta invariata.

Relativamente agli effetti fiscali delle sopra indicate rivalutazioni legate ad operazioni straordinarie si rimanda a quanto indicato in ambito di imposte anticipate/differite.

L'ammortamento delle immobilizzazioni è stato effettuato secondo piani sistematici in relazione alla residua possibilità di utilizzazione di ogni singolo bene secondo aliquote tecnico-economiche ritenute rappresentative del loro grado di deperimento.

Per i beni gratuitamente devolvibili il processo di ammortamento seguito è basato sulla scelta fra il minore periodo fra la durata della Concessione di Gestione Totale e la residua possibilità di utilizzazione del cespite, commisurata in base alle vigenti aliquote economico-tecniche.

La Società ha provveduto all'accantonamento del fondo spese di manutenzione straordinaria (come previsto dal PC PIC 19) sugli scali di Verona e di Brescia per sostenere nel tempo i costi di manutenzione ciclica e di rinnovamento sui beni in concessione e gratuitamente devolvibili. Il fondo da accertare è stato determinato a seguito di stima effettuata da un perito indipendente per mantenere in un buono stato di funzionamento i sopra indicati beni sino al termine della concessione.

Sulla base delle informazioni ricevute, tenendo conto degli investimenti in nuove immobilizzazioni effettuati dal 31/12/13 (circa Euro 0,5 milioni) e degli ammortamenti relativi al periodo 1/1/14 – 30/06/14 previsti sulla base delle aliquote di ammortamento applicate nell'esercizio precedente (circa Euro 3,1 milioni) si ritiene opportuno adeguare il valore delle immobilizzazioni materiali di circa Euro 2,6 milioni.

*Immobilizzazioni finanziarie*

Le partecipazioni sono valutate con il metodo del costo di acquisto o di sottoscrizione. Il costo viene ridotto a seguito di perdite durevoli di valore subite dall'immobilizzazione e viene ripristinato negli esercizi successivi qualora vengano meno i motivi della svalutazione effettuata. Le partecipazioni sono state svalutate sulla base del criterio del patrimonio netto alla chiusura di ogni esercizio, tuttavia, sulla base delle informazioni ottenute e dai dati del budget 2014 della partecipata Aeroporto Gabriele D'Annunzio S.p.A. si ritiene opportuno procedere ad effettuare un'ulteriore svalutazione di circa Euro 1 milione.

I crediti immobilizzati sono iscritti al loro presumibile valore di realizzo che corrisponde al valore nominale.

#### CAPITALE CIRCOLANTE NETTO

##### *Crediti*

I crediti sono iscritti a bilancio secondo il presumibile valore di realizzazione. Il loro valore nominale è stato cumulativamente ridotto per effetto dell'iscrizione di un fondo svalutazione crediti determinato in base ai presunti rischi di inesigibilità di alcune partite creditorie e di possibili rischi connessi ad un tendenziale generale peggioramento delle condizioni degli operatori del settore aeronautico. Tale fondo, considerato in modo indistinto sull'intero monte dei crediti commerciali, risulta essere, sulla base delle informazioni in nostro possesso congruo.

##### *Debiti*

I debiti sono iscritti al loro valore nominale.

L'ammontare del CCN risulta alla data del 30/06/2014 complessivamente migliorato di circa 3,9 milioni.

#### POSIZIONE FINANZIARIA NETTA

La posizione finanziaria netta dall'inizio dell'esercizio al 30/06/2014 ha subito una variazione negativa di circa Euro 1,9 milioni a seguito della riduzione delle disponibilità liquide per circa Euro 2,4 milioni e dei debiti bancari per circa Euro 0,5 milioni.

#### FONDI PER RISCHI ED ONERI

I fondi per rischi e oneri sono stanziati per coprire perdite o passività di esistenza certa o probabile, dei quali tuttavia alla chiusura dell'esercizio non sono determinabili l'ammontare o la data di sopravvenienza. Dalle informazioni ricevute si ritiene opportuno prevedere prudenzialmente un incremento dei fondi rischi al netto degli utilizzi, in linea con il budget per circa Euro 0,5 milioni.

#### TRATTAMENTO DI FINE RAPPORTO DI LAVORO SUBORDINATO

Il trattamento di fine rapporto viene stanziato, in relazione alla passività maturata nei confronti dei dipendenti in conformità alla legislazione vigente ed ai contratti collettivi di lavoro ed integrativi aziendali.

Alla luce delle informazioni ricevute sull'ammontare del TFR maturato ed erogato sino al 30/06/2014 si ritiene opportuno incrementarlo di circa Euro 0,2 milioni.

## RETTIFICHE FISCALI

L'andamento economico dei primi sei mesi del 2014 ha generato perdite ante imposte per circa 4,6 milioni che, sulla base del budget approvato, non dovrebbero incrementarsi nell'esercizio a causa della stagionalità dell'attività che prevede la generazione di maggiori ricavi nella stagione estiva e un conseguente miglioramento della posizione finanziaria nel periodo autunnale.

Per effetto dell'adesione al consolidato fiscale nazionale triennale ex artt. 117 – 129 TUIR da parte della Società, congiuntamente con le società controllate Aeroporto G. D'Annunzio S.p.A. e Avio Handling Srl a socio unico in liquidazione si determina in capo alla capogruppo un unico reddito complessivo corrispondente alla somma algebrica degli imponibili della controllante e delle controllate, indipendentemente dalla quota di partecipazione riferibile al soggetto controllante. Alla controllante compete pertanto anche il riporto a nuovo dell'eventuale perdita risultante dalla somma algebrica degli imponibili, la liquidazione ed il pagamento dell'imposta di gruppo e la liquidazione dell'eccedenza d'imposta di gruppo rimborsabile o riportabile a nuovo.

Sono state contabilizzate, secondo un criterio di competenza, le imposte che, pur essendo di competenza di esercizi futuri, sono esigibili con riferimento all'esercizio in corso (imposte anticipate) e quelle che, pur essendo di competenza dell'esercizio in corso, si renderanno esigibili solo in futuri esercizi (imposte differite).

La loro iscrizione deriva dall'insorgere di differenze temporanee tra il valore attribuito ad un'attività o ad una passività secondo criteri civilistici ed il valore attribuito alla stessa secondo i diversi criteri fiscali.

Le imposte afferenti alle differenze temporanee attive e passive sono state calcolate applicando prudenzialmente un'aliquota media IRES del 27,5% ed un'aliquota IRAP del 4,2%, tenendo conto altresì dei differenti criteri di imponibilità e/o deducibilità previsti dalla vigente normativa fiscale.

I crediti per imposte anticipate ed i debiti per imposte differite vengono tra loro compensati solo qualora detta compensazione sia giuridicamente consentita e accettabile sotto il profilo temporale.

Le attività per imposte anticipate vengono contabilizzate solo qualora vi sia una ragionevole certezza del loro recupero in esercizi successivi, mentre le passività per imposte differite non vengono contabilizzate qualora esistano scarse probabilità che tale debito insorga.

A seguito dell'aggiornamento del piano industriale 2013-2022 da parte del Consiglio di Amministrazione del 13/05/2014, sulla base dei redditi imponibili che si presume possano generarsi nei prossimi cinque esercizi sono stati accertati crediti per imposte anticipate per circa Euro 5,4 milioni.

Il credito pari a Euro 5,4 milioni è stato accertato sulla base dei redditi imponibili che la Società in base al sopra indicato piano presume di conseguire nei prossimi 5 esercizi per un importo pari superiore a Euro 25 milioni.

Si evidenzia che a seguito delle operazioni straordinarie precedentemente indicate sono state acquisite immobilizzazioni con valori fiscali inferiori rispetto a quelli contabili per circa 12,3 milioni sulle quali le imposte differite ammonterebbero a circa € 3,8 milioni.

Attenendosi a quanto esposto nel piano non si prevede la cessione di nessuna delle immobilizzazioni rivalutate a seguito di operazioni straordinarie e pertanto nella determinazione del reddito imponibile dei prossimi cinque esercizi si è solo tenuto conto della mancata deduzione fiscale del loro ammortamento.

La determinazione delle imposte anticipate ai fini IRES è avvenuta abbattendo prudenzialmente il reddito imponibile che in base al piano industriale la Società presume di conseguire nei prossimi 5 esercizi del 25% e pertanto a fronte di teoriche imposte anticipate IRES pari a circa Euro 7 milioni sono state accertate imposte anticipate IRES per un ammontare pari a Euro 5,3 milioni.

Attenendosi a quanto espressamente indicato nel Budget e nel Piano e si ritiene che possano essere accertati ulteriori crediti per imposte anticipate per circa Euro 2,5 milioni e debiti verso erario per IRAP per circa Euro 0,2 milioni.

Pertanto sulle perdite fiscali residue pari a circa Euro 57 milioni, a fronte di un teorico risparmio d'imposta pari a circa Euro 16 milioni, sono state accertate imposte anticipate pari a circa Euro 9,5 milioni.

Alla luce delle sopra indicate considerazioni si ritiene che il Patrimonio Netto Rettificato ammonti a circa Euro 28,2 milioni.

<b>STATO PATRIMONIALE</b>	<i>Previsionale al 30/06/2014</i>	<i>Variazioni</i>	<i>Bilancio al 31/12/2013</i>
<b>Immobilizzazioni</b>	€ 88,0	-€ 3,6	€ 91,6
<b>Capitale Circolante Netto</b>	-€ 25,3	€ 3,9	-€ 29,2
<b>Posizione Finanziaria Netta</b>	-€ 19,3	-€ 1,9	-€ 17,4
<b>Fondi per rischi ed oneri</b>	-€ 13,0	-€ 0,5	-€ 12,5
<b>TFR</b>	-€ 2,2	-€ 0,2	-€ 2,0
<b>Patrimonio Netto</b>	-€ 28,2	€ 2,3	-€ 30,5

## **REDDITO NORMALMENTE ATTESO**

Va osservato che l'orizzonte temporale del flusso reddituale originato dalla concessione all'esercizio dell'attività aeroportuale è definito dalla durata residua della concessione stessa al momento in cui la stima è composta.

Solitamente si ricorre alla convenzione di utilizzare, dopo l'nesimo anno, una proiezione sintetica del flusso reddituale, nella forma del reddito medio sostenibile. E' infatti evidente come una rigorosa formulazione delle previsioni (in termini di mantenimento di un adeguato livello di qualità delle assumptions) per esprimere capacità reddituali esistenti e dimostrabili non possa comunque andare al di là di pochi anni: oltre tale periodo, i piani pluriennali sono naturalmente destinati a perdere credibilità e le analisi negli stessi contenute debbono essere sostituite da convenzioni sulla misura dei flussi da quel momento in poi conseguibili.

E' d'altronde indubbio anche il valore dell'impresa dipenda anche dal suo potenziale di sviluppo legato all'implementazione di nuove strategie, da processi di ristrutturazione e, in generale da qualunque ipotesi radicale di trasformazione della gestione della società.

L'individuazione del reddito normalmente atteso è avvenuta sulla base delle indicazioni risultanti dal Piano che prevede un aumento di capitale sociale e l'eventuale ingresso di partner industriali, che avverrà a breve, con nuovi piani strategici.

Nel conteggio del reddito medio atteso si è tenuto conto anche del reddito generato in base alle indicazioni del Piano da parte della Catullo e, a partire dal 2015, da parte della New.Co. che verrà costituita a seguito dello scorporo di alcune attività attualmente svolte dalla stessa Catullo.

Inoltre, attenendosi a quanto esposto nel Piano, non è stata accertata la rivalutazione della partecipazione nella Aeroporto Gabriele D'Annunzio S.p.A. che la Catullo potrebbe riconoscersi a partire dal 2016.

Si è inoltre provveduto a normalizzare l'imposizione fiscale teorica considerando un tax rate complessivo medio del 31,3% (27,5% IRES + 3,8% IRAP) e a rimodulare il reddito medio atteso a partire dal periodo d'imposta 2018, vista l'incertezza di ogni previsione oltre l'orizzonte temporale di 5 anni, a Euro 7,5 milioni.

La rideterminazione delle imposte è stata effettuata in misura prudenzialmente per tenere anche conto delle eventuali rettifiche fiscali che potrebbero insorgere a seguito dalla verifica fiscale attualmente in corso e potrebbero comportare una riduzione delle imposte anticipate indicate a piano per i prossimi esercizi. In ogni caso, sulla base delle informazioni comunicate dalla Società, le imposte anticipate già accertate non dovrebbero venire intaccate dall'esito della verifica in quanto l'eventuale maggior reddito imponibile che potrebbe essere accertato sarebbe ampiamente coperto dalle perdite fiscali residue su cui la Società non aveva accertato il relativo credito per imposte anticipate.

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
<i>(milioni d'Euro)</i>										
Margine operativo netto (EBT) Catullo	(4.204)	(931)	4.424	7.202	10.221	13.258	16.615	21.098	28.030	30.488
Margine operativo netto (EBT) New.Co.		1.010	1.017	1.114	1.324	2.248	2.597	2.919	3.123	3.266
	(4.204)	79	5.441	8.315	11.546	15.506	19.212	24.016	31.153	33.754
Imposizione fiscale piano	4.687	5.973	(2.089)	(4.157)	(5.531)	(7.166)	(8.945)	(7.165)	(10.334)	(11.134)
Risultato netto Piano	484	6.052	3.353	4.158	6.015	8.340	10.267	16.851	20.818	22.620
Media Piano 5 anni	4.012					9.896				

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
<i>(milioni d'Euro)</i>										
Margine operativo netto (EBT)	(4.204)	79	5.441	8.315	11.546	15.506	19.212	24.016	31.153	33.754
Imposizione fiscale teorica	1.316	(25)	(1.703)	(2.603)	(3.614)	(4.853)	(6.013)	(7.517)	(9.751)	(10.565)
Risultato netto Piano normalizzato	(2.888)	54	3.738	5.713	7.932	10.653	13.199	16.499	21.402	23.189
Media Piano tasse normalizzate 5 anni	2.910					9.949				

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
<i>(milioni d'Euro)</i>										
Margine operativo netto (EBT) normalizzato dal 2019	(4.204)	79	5.441	8.315	10.917	10.917	10.917	10.917	10.917	10.917
Imposizione fiscale teorica	1.316	(25)	(1.703)	(2.603)	(3.417)	(3.417)	(3.417)	(3.417)	(3.417)	(3.417)
Risultato netto Piano normalizzato	(2.888)	54	3.738	5.713	7.500	7.500	7.500	7.500	7.500	7.500
Reddito normalizzato dal 2018	7.500					5.182				

Si ritiene pertanto che, alla luce delle sopra riportate considerazioni, il reddito medio atteso da parte della Società possa essere determinato in Euro 5 milioni.

## TASSO DI REMUNERAZIONE DEL CAPITALE INVESTITO

Il costo del capitale proprio è calcolato utilizzando la metodologia del Capital Asset Pricing Model ("CAPM") ed è dato dalla seguente formula:

$$i = R_f + B(R_m - R_f)$$

$R_f$  è il rendimento degli investimenti privi di rischio (risk-free rate);

$R_m$  è il rendimento generale medio del mercato azionario;

$B$  è il coefficiente equità Beta che misura il rischio sistematico e non diversificabile della società

La differenza  $ERP = (R_m - R_f)$  indica il premio per il rischio di mercato (Equity Risk Premium) ovvero la differenza tra il rendimento del capitale proprio richiesto dal mercato e il risk-free rate.

### Il Risk Free-Rate

Il rendimento medio del BTP decennale benchmark per i 12 mesi dell'Anno base (2013) è pari a 4,38%. Utilizzando rilevazioni più recenti si rileva che le emissioni di BTP decennali a maggio e

giugno 2014 sono avvenute ad un tasso rispettivamente del 3,01% e del 2,81% e che a maggio 2014 il Rendistato per la fascia di vita residua 8/12 anni è del 3,086%.

Tenendo conto della tendenza al ribasso dei tassi si ritiene opportuno prevedere un risk-free rate non superiore la 3,00%.

### *L'Equity Beta*

L'equity beta può essere derivato direttamente dal mercato azionario per le società quotate in borsa o ricavato indirettamente tramite il ricorso a comparables di altre società quotate per le società non quotate nel mercato azionario.

Essendo Catullo una società non quotata nei mercati azionari, il calcolo dell'equity beta è effettuato nel seguente modo:

1. Calcolo dell'equity beta (*raw*) dei *comparables* per un periodo di 3 o 5 anni (con l'ultimo anno coincidente con l'Anno base) su serie storiche di osservazioni settimanali o mensili (forniti da Bloomberg);
2. Calcolo dell'equity beta adjusted secondo l'ipotesi che nel lungo periodo il beta di ogni società assume valori pari ad uno (ovvero il coefficiente di rischio assunto per il mercato) tramite la formula di Blume che prevede  $(2/3 * \text{raw equity beta}) + (1/3 * 1) = \text{adjusted equity beta}$ );
3. Calcolo dell'asset beta per misurare il reale rischio sistematico di ogni *comparables* ipotizzando che ciascuna società è completamente finanziata tramite il capitale proprio. Per trasformare gli equity beta in asset beta di ciascun *comparables* è utilizzata la formula di Modigliani-Miller; Secondo la formula di Modigliani Miller il valore dell'asset beta è così calcolato:  $B_{asset} = B_{equity} / [1 + (1 - T) * (D/E)]$ , dove D/E è il rapporto tra indebitamento finanziario netto (D) e capitale proprio (E) e T il tax rate.
4. Calcolo della media aritmetica degli asset beta dei *comparables*;
5. Calcolo dell'equity beta di Catullo trasformando l'asset beta medio dei *comparables* utilizzando il tax rate e il rapporto tra indebitamento finanziario netto (D) e capitale proprio (E) di Catullo per l'anno 2013; Secondo la formula inversa di Modigliani Miller il valore dell'asset beta è così calcolato:  $B_{equity} = B_{asset} * [1 + (1 - T) * (D/E)]$ , dove D/E è il rapporto tra indebitamento finanziario netto (D) e capitale proprio (E) e T il tax rate.

I *comparables* utilizzati per l'analisi sono le società di gestione aeroportuale quotate, sia in Italia che in Europa, ovvero Firenze, Copenaghen, Francoforte, Venezia, Vienna, Zurigo e Parigi. Francoforte, Vienna, Zurigo e Venezia sono soggette ad un regime di price cap in dual till, Copenaghen e Parigi ad un regime di price cap in single till, e Firenze ad un regime di tariffe amministrato.

Asset Beta degli aeroporti comparables								
Imprese	3 anni				5 anni			
	Adjusted Beta	Leva finanziaria (D/E)	Tax rate	Asset Beta	Adjusted Beta	Leva finanziaria (D/E)	Tax rate	Asset Beta
	[A]	[B]	[C]	[D]	[A]	[B]	[C]	[D]
<b>Ossevizioni settimanali</b>								
Aeroporto di Parigi	0,84	61%	33,00	0,59	0,92	60%	33%	0,67
Aeroporto di Firenze	0,42	27%	31%	0,35	0,16	18%	31%	0,39
Aeroporto di Copenhagen	0,44	37%	25%	0,34	0,33	39%	25%	0,43
Aeroporto di Francoforte	0,98	115%	29%	0,54	0,96	107%	29%	0,55
Aeroporto di Venezia	0,71	45%	31%	0,55	0,61	41%	31%	0,58
Aeroporto di Vienna	0,86	132%	25%	0,43	0,88	124%	25%	0,48
Aeroporto di Zurigo	0,78	73%	18%	0,49	0,58	78%	19%	0,44
Media su osservazioni settimanali				0,47				0,51
<b>Osservazioni mensili</b>								
Aeroporto di Parigi	0,83	61%	33%	0,59	0,81	60%	33%	0,62
Aeroporto di Firenze	0,61	27%	31%	0,52	0,23	18%	31%	0,43
Aeroporto di Copenhagen	0,85	37%	25%	0,66	0,71	39%	25%	0,62
Aeroporto di Francoforte	1,09	115%	29%	0,60	1,12	107%	29%	0,61
Aeroporto di Venezia	0,70	45%	31%	0,54	0,97	41%	31%	0,76
Aeroporto di Vienna	0,64	132%	25%	0,32	0,95	124%	25%	0,50
Aeroporto di Zurigo	0,81	73%	18%	0,51	0,97	78%	19%	0,60
Media su osservazioni mensili				0,53				0,59

Fonte Bloomberg (2008 - 2012 e 2010 - 2012)

L'indice di mercato considerato è il FTSE All-World Europe rappresentativo di un campione che copre circa il 90% delle società quotate europee.

La Tabella sopra riportata indica gli asset beta dei comparables analizzati su un orizzonte di 3 anni (2010-2012) e 5 anni (2008-2012), calcolati su osservazioni di frequenza settimanale e mensile ed evidenzia valori medi degli asset beta compresi tra 0,47 e 0,59

Trasformando gli asset Beta medi dei comparables attraverso la formula di Modigliani - Miller ed utilizzando il gearing di Catullo (37%) e il corporate tax applicato in Italia 31,4% si ottiene il valore di equità beta di Catullo che oscilla tra 0,66 e 0,82. Ai fini del calcolo del CAPM si è adottato un Beta dello 0,7, valore confermato anche dalle analisi di settore effettuate da Damodaran.

#### *L'Equity Risk Premium*

L'equity risk premium (ERP) è la differenza tra il rendimento del capitale proprio richiesto dal mercato e il risk-free rate, e nel contesto attuale, è assunto dalla teoria e dalla pratica valutativa pari al 6%.

Alla luce delle sopra indicate considerazioni si può ritenere che mediante il metodo misto patrimoniale reddituale con capitalizzazione limitata ad un arco temporale di soli cinque anni del

reddito medio atteso porta ad una valorizzazione del capitale economico della Società di circa Euro 41,8 milioni.

<i>(migliaia di Euro)</i>	
<b>Patrimonio netto rettificato ( K )</b>	<b>28.200</b>
<b>Reddito normalmente atteso ( R )</b>	<b>5.000</b>
<b>Tasso remunerazione capitale investito ( i )</b> $i = R_f + B (R_m - R_f)$	<b>7,20%</b>
<b>Tasso attualizzazione ( i<sup>^</sup> )</b>	<b>3,00%</b>
<b>Coefficiente attualizzazione ( Vn )</b> $V_n = (1+i)^{-n}$	<b>4,58</b>
<b>Sovrareddito (R-i.K)</b>	<b>2.970</b>
<b>Reddito normalmente atteso attualizzato in 5 anni</b> $(R-i.K).V_n$	<b>13.600</b>
<b>Somma dei redditi normalmente attesi attualizzati</b>	<b>13.600</b>
<b>Valore del capitale economico</b> $W=K + [(R1-i.K).V1 + (R2-i.K).V2 + (Rn-i.K).Vn]$	<b>41.800</b>

Sebbene la prassi valutativa prevede una valorizzazione sulla base di dati relativi ad un arco temporale relativamente breve 3/5 anni, tenendo conto che la Società opera su concessione e che la concessione in essere andrà in scadenza nel 2049 e che i soci che investono in una società di gestione aeroportuale di medie dimensioni come la Catullo lo fanno solitamente per un arco temporale più lungo si è provveduto ad effettuare la valutazione anche su un arco temporale di 10 anni ottenendo un valore del capitale economico della Società di circa Euro 53,5 milioni.

<i>(migliaia di Euro)</i>	
Patrimonio netto rettificato ( K )	28.200
Reddito normalmente atteso ( R )	5.000
Tasso remunerazione capitale investito ( i ) $i = R_f + B (R_m - R_f)$	7,20%
Tasso attualizzazione ( $i^A$ )	3,00%
Coefficiente attualizzazione ( $V_n$ ) $V_n = (1+i^A)^{-n}$	8,53
Sovrareddito ( $R-i.K$ )	2.970
Reddito normalmente atteso attualizzato in 5 anni $(R-i.K).V_n$	25.331
Somma dei redditi normalmente attesi attualizzati	25.331
Valore del capitale economico $W=K + [(R1-i.K).V1 + (R2-i.K).V2 + (Rn-i.K).Vn]$	53.531

Si ritiene pertanto che vista la natura della società oggetto di valutazione possa essere individuato, sulla base del metodo misto patrimoniale reddituale, un valore del capitale economico della Società di circa Euro 47,5 milioni.

### **Analisi delle transazioni comparabili**

L'art. 2437 –ter, secondo comma, Codice Civile prevede la possibilità di valutare il diritto di recesso sulla base del valore di mercato delle azioni qualora risulti da recenti transazioni tale valore.

Si ricorda che attualmente la compagine sociale della Catullo risulta alquanto frammentaria senza avere nessun socio di maggioranza e che pertanto qualora qualunque socio volesse esercitare il diritto di recesso lo farebbe per quote di minoranza.

La SAVE S.p.A. ha manifestato l'interesse ad entrare nella compagine sociale dell'Aeroporto V. Catullo con una quota di minoranza ed ha sottoscritto un Accordo di investimento con i soci fondatori e ha inoltre inoltrato in data 6 giugno 2014 al Comune di Villafranca di Verona un'offerta di acquisto del 2% delle azioni della Catullo.

In entrambi i documenti SAVE ha valutato il 100% di Catullo, pre aumento di capitale sociale che verrà deliberato nel mese di luglio 2014, per un ammontare pari ad Euro 50 milioni.

In particolare l'offerta di acquisto di azioni proposta al Comune di Villafranca di Verona prevede una valorizzazione delle 31.493 azioni richieste per Euro 1 milione.

## 7. Conclusioni

Le componenti reddituali, patrimoniali, e finanziarie di natura previsionale usate per la stima del valore di liquidazione delle azioni di Catullo sono state determinate esclusivamente facendo riferimento ai dati storici del bilancio d'esercizio adeguati in base alla proiezione del patrimonio netto al 30/06/2014, al Budget e al Piano elaborato dal Management di Catullo e approvato dal Consiglio di Amministrazione in data 13/05/2014.

Alla luce di quanto sopra esposto, tenuto conto delle informazioni disponibili, dei documenti esaminati e delle limitazioni richiamate, sulla base delle risultanze sopra esposte, si ritiene che il valore del capitale economico della Società possa essere individuato in Euro 50 milioni attribuendo pertanto alle azioni un valore di mercato pari a Euro 31,7106.

Torino 28 Giugno 2014

  
Maurizio Cerrano