



RELAZIONE DELL'ESPERTO

SULLA CONGRUITA' DEL RAPPORTO DI CAMBIO

REDATTA AI SENSI DELL'ART. 2501 sexies c.c.

San Lazzaro di Savena li, 30 giugno 2018

IL FUNZIONARIO



Consulenza

Stefano d'Orsi
Dottore Commercialista
Revisore contabile
Professore a contratto
di Diritto Tributario
Università degli Studi
di Bologna

Stefania Prattichizzo
Avvocato

Donatella Triventi
Dottore Commercialista
Revisore contabile

Silvia Pirini
Dottore Commercialista
Revisore contabile

Simone Naldi
Consulente Aziendale

Mirka Tedeschi
Alessandro Mignani
Tirocinanti
Dottori Commercialisti

Amministrazione

Sonia Cracas
Manuela Lattoni
Gloria Zanardi

Of counsel

Prof. Avv. Danilo Galletti
Ordinario di Diritto
Commerciale
Università degli Studi
di Trento

Prof. Dott. Giulio Tagliavini
Ordinario di Economia
degli Intermediari Finanziari
Università degli Studi
di Parma

Dott. Alberto Laghi
European Patent Attorney

Prof. Avv. Mario Martelli
Docente a contratto
di Diritto Tributario
Università degli Studi
di Trento

Prof. Antonella Faggiani
Docente a contratto
di Valutazione Economica dei
Progetti - Estimo
Università degli Studi
IUAV di Venezia

Studio Stefano d'Orsi & Partners
Via Salvo d'Acquisto, 1
40068 - San Lazzaro di Savena (BO)
Tel +39 051 46.53.52
Tel +39 051 46.837.67
Fax +39 051 627.51.61
www.studiostefanodorsi.it
info@studiostefanodorsi.it
dorsi@pec.studiostefanodorsi.it

RELAZIONE DELL'ESPERTO

SULLA CONGRUITA' DEL RAPPORTO DI CAMBIO

REDATTA AI SENSI DELL'ART. 2501 *sexies* c.c.

INDICE

1.PREMESSA	4
1.1. Oggetto della stima.....	4
1.2 Accettazione dell'incarico.....	10
1.3. Oggetto e contenuto della presente relazione	13
1.4. Finalità e destinatari della presente relazione.....	15
1.5. Sui fondamenti linguistici e sul significato della presente relazione	15
2.I MATERIALI E LA DOTTRINA DI RIFERIMENTO	18
3.DESCRIZIONE DELL'OPERAZIONE	20
3.1 Il Progetto di fusione	20
3.2 - Valutazione dei consigli di amministrazione sulla ricorrenza del diritto di recesso	20
4.DOCUMENTAZIONE UTILIZZATA E MATERIALE CONSULTATO	21
5.METODI DI VALUTAZIONE	25
5.1. Metodo Patrimoniale	25
5.2. Metodo Reddittuale	26
5.3. Metodo Misto Patrimoniale e Reddittuale con stima autonoma del Goodwill.....	28
5.4. Metodo di Borsa	29
5.5 Metodo delle Transazioni Comparabili	30
5.6 Metodi Empirici.....	30

6. METODI DI VALUTAZIONE ADOTTATI DAGLI AMMINISTRATORI PER LA DETERMINAZIONE DEL RAPPORTO DI CAMBIO	31
6.1. La metodologia congiunta di valutazione seguita dagli amministratori	32
6.2. Il valore economico di CUP 2000 S.c.p.A. stimato dagli amministratori	33
6.3. Il valore economico di LEPIDA S.p.A, stimato dagli amministratori	35
7. RISULTATI EMERSI DALLA VALUTAZIONE OPERATA DAGLI AMMINISTRATORI. RAPPORTO DI CAMBIO.....	42
7.1. Il rapporto di cambio nell'ipotesi di collocamento presso terzi delle azioni dei soci receduti di CUP 2000	43
7.2. Il rapporto di cambio nell'ipotesi di acquisto da parte di CUP delle azioni dei soci receduti e successivo annullamento delle stesse.....	45
8. RISULTATI EMERSI DALLA VALUTAZIONE OPERATA DAGLI AMMINISTRATORI. RAPPORTO DI CAMBIO.....	48
8.1 Osservazioni preliminari in merito alla scelta dei metodi di valutazione adottati dalle società ..	49
8.2 Sulla scelta del metodo patrimoniale	54
8.3 Sulla adeguatezza del metodo di stima prescelto	54
8.4 Sulla corretta applicazione del metodo di stima prescelto	56
9. LIMITI SPECIFICI INCONTRATI NELL'ESPLETAMENTO DEL PRESENTE INCARICO.....	56
10. CONCLUSIONI	57



1. PREMESSA

--SSS--

1.1. Oggetto della stima

Le disposizioni normative susseguitesi negli ultimi anni hanno mirato alla razionalizzazione delle partecipazioni azionarie degli Enti pubblici e sono sfociate nel D. Lgs. 175/2016.

In virtù di tale *framework* normativo nazionale, la Regione Emilia Romagna con susseguenti deliberazioni di Giunta Regionali (DGR n. 924/2015, DGR n. 514/2016, DGR n. 2326/2016, DGR n. 1194/2017, DGR n. 1419/2017) ha definito il processo di razionalizzazione delle proprie partecipazioni prevedendo anche il processo di fusione della CUP 2000 S.c.p.A. nella Lepida S.p.A..

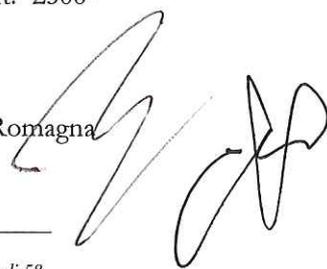
Nel mese di febbraio 2018 è stato sottoscritto dalla Regione Emilia-Romagna e le Organizzazioni sindacali un “protocollo di intesa sulle modalità di percorso del processo di riordino delle società *in-house* della Regione Emilia-Romagna”.

Nei primi di marzo 2018 l’assemblea legislativa regionale ha approvato la legge regionale n° 1/2018, firmata dalla Giunta, che dà il via alla ridefinizione del panorama delle partecipate in Emilia-Romagna nel nome sia della razionalizzazione della spesa sia della ulteriore valorizzazione delle competenze, tutelando professionalità e occupazione.

La Legge Regionale attiva il percorso di aggregazione tra CUP 2000 e Lepida la cui realizzazione dovrebbe avvenire nel 2018 o comunque agli inizi del 2019, a valle delle verifiche ed approvazioni con i Soci, della rivisitazione dei meccanismi di controllo analogo e della concertazione con le organizzazioni sindacali.

All’esito dell’operazione di fusione è previsto che l’incorporante assuma natura di Società Consortile per Azioni realizzandosi pertanto contestualmente alla fusione per incorporazione la trasformazione eterogenea dell’incorporante ai sensi dell’art. 2500-septies c.c..

In particolare, con la Legge Regionale del 16 marzo 2018 n. 1 la Regione Emilia Romagna



ha previsto all'art. 11 " *Disposizione di coordinamento per la fusione per incorporazione di CUP 2000 s.c.p.a. in Lepida s.p.a.*" quanto segue: "1 *Al fine di costituire un polo aggregatore dello sviluppo delle tecnologie dell'informazione e della comunicazione (ICT) regionale, l'autorizzazione alla partecipazione alla società Lepida s.p.a. di cui all'articolo 10 della legge regionale 24 maggio 2004, n. 11 (Sviluppo regionale della società dell'informazione) è subordinata alla condizione prevista dall'articolo 12 e alla fusione per incorporazione di CUP 2000 s.c.p.a. in Lepida s.p.a. . A tal fine è altresì autorizzata la partecipazione anche in caso di contestuale trasformazione di Lepida s.p.a. in società consortile per azioni. 2. Fino alla conclusione del processo di fusione di cui al comma 1, si applica l'articolo 10, comma 3, della legge regionale n. 11 del 2004, nel testo previgente.*"

Con unica istanza congiunta depositata in Cancelleria del Tribunale di Bologna in data 5 aprile 2018 la dott.ssa Piera Magnatti, nata a Bologna il 10 marzo 1960, C.F.: MGNPRI60C50A944F in qualità di Presidente del Consiglio di Amministrazione della Lepida S.p.A. con sede legale a Bologna (BO) in Via della Liberazione n. 15 e il dott. Alessandro Saccani, nato a Bologna il 1 marzo 1966, C.F.: SCCLSN66C01A944L in qualità di Amministratore Unico di CUP 2000 S.c.p.A. con sede a Bologna (BO) in Via del Borgo di San Pietro n. 90/C hanno richiesto al Presidente del Tribunale di Bologna, mediante ricorso ex art. 2501 *sexies* c.c., la designazione dell'esperto per la relazione sulla congruità del rapporto di cambio delle azioni relativamente al progetto di fusione presentato delle seguenti società:

SOCIETA' INCORPORANTE

"**LEPIDA S.p.A.**" con sede legale in Bologna – in Via della Liberazione n. 15, iscritta nel Registro delle Imprese di Bologna al n. 02770891204 – al R.E.A. al n. 466017, Codice Fiscale e P.IVA n. 02770891204, capitale sociale pari ad € 65.526.000,00 interamente versato suddiviso in n. 65.526 azioni del valore nominale di € 1.000,00 ciascuna.

La COMPAGINE SOCIALE si compone di n. 436 Enti tra cui la stessa Lepida in quanto



detentrici di n. 24 azioni proprie acquistate ad un valore nominale di € 1.000,00 per un controvalore di € 24.000,00.

Il SOCIO DI MAGGIORANZA è la Regione Emilia Romagna con una partecipazione pari al 99,301% del capitale sociale equivalente a n. 65.068,00 azioni ordinarie del valore complessivo di € 65.068.000,00.

La società ha per OGGETTO SOCIALE l'esercizio delle seguenti attività, rientranti nell'ambito di pertinenza di pubbliche amministrazioni ed altri soggetti pubblici che detengono una partecipazione nella Società, concernenti la fornitura della rete secondo quanto indicato nell'art. 10, comma 1, 2 e 3 della legge regionale n. 11/2004:

I. realizzazione e gestione della rete regionale a banda larga delle pubbliche amministrazioni ai sensi dell'Art. 9 comma 1 della legge regionale n. 11/2004 intendendosi per realizzazione e gestione, a titolo esemplificativo e non esaustivo le attività di : pianificazione delle infrastrutture fisiche di rete; progettazione; appalto per l'affidamento lavori; costruzione; collaudo delle tratte della rete in fibra ottica; di affitto dei circuiti tradizionali, infrastrutture in fibra o radio per le tratte non di proprietà; messa in esercizio; manutenzione ordinaria e straordinaria; predisposizione delle infrastrutture tecnologiche atte ad assicurare la connessione alle bande necessarie per erogare i servizi di connettività; monitoraggio delle prestazioni di rete;

II. fornitura di servizi di connettività sulla rete regionale a banda larga delle pubbliche amministrazioni ai sensi dell'Art. 9 comma 1 della legge regionale n. 11/2004 intendendosi per fornitura di servizi di connettività, a titolo esemplificativo e non esaustivo: la trasmissione dati su protocollo IP a velocità ed ampiezza di banda garantite; tutti i servizi strettamente inerenti la trasmissione dei dati quali, a titolo esemplificativo e non esaustivo, la fornitura e la configurazione degli apparati terminali di rete situati nei punti di accesso locale (PAL), la configurazione di reti private virtuali (VPN);

III. realizzazione e manutenzione delle reti locali in ambito urbano (di seguito MAN) integrate nella rete regionale a banda larga delle pubbliche amministrazioni ai sensi

dell'Art. 9 comma 2 della legge regionale n. 11/2004, per il collegamento delle sedi degli enti della regione, intendendosi per realizzazione e manutenzione, a titolo esemplificativo e non esaustivo: le attività di: pianificazione delle MAN; la progettazione; l'appalto per l'affidamento dei lavori; la costruzione; la messa in esercizio; la manutenzione ordinaria e straordinaria ;

IV. fornitura delle sottoreti componenti le MAN per il collegamento delle proprie sedi;

V. fornitura dei servizi di centro operativo di supervisione e controllo della rete telematica regionale, come previsto dall'Art 9 comma 8, lettera b) della legge regionale n. 11/2004, e svolgimento delle necessarie funzioni di interfacciamento con l'SPC (sistema pubblico di connettività), garantendo i livelli di servizio e di sicurezza previsti dalle regole tecniche dell'SPC; eventuale interconnessione con la rete GARR della ricerca; eventuale interconnessione con le reti degli operatori pubblici di telecomunicazione;

VI. fornitura in accordo con i Soci di tratte di rete e di servizi nelle aree a rischio digital divide;

VII. fornitura di tratte di rete e di servizi a condizioni eque e non discriminanti ad enti pubblici locali e statali, ad aziende pubbliche, alle forze dell'ordine per la realizzazione di infrastrutture a banda larga per il collegamento delle loro sedi nel territorio della regione Emilia-Romagna;

VIII. realizzazione e gestione della rete radiomobile a tecnologia TETRA ai sensi dell'Art. 9 comma 3 della legge regionale n. 11/2004 sul territorio della Regione Emilia Romagna volta agli interventi di emergenza e opportunamente collegata alla rete ai sensi dell'Art. 9 comma 1, intendendosi per realizzazione e gestione, a titolo esemplificativo e non esaustivo: le attività di pianificazione della rete, progettazione, appalto, costruzione e collaudo, messa in esercizio, manutenzione ordinaria e straordinaria, predisposizione delle infrastrutture tecnologiche atte ad assicurare l'erogazione dei servizi, monitoraggio delle prestazioni di rete;

IX. fornitura di servizi sulla rete radiomobile ai sensi dell'Art. 9 comma 3 della legge

regionale n. 11/2004 sul territorio della Regione volta agli interventi di emergenza e opportunamente collegata alla rete ai sensi dell' Art. 9 comma 1, intendendosi per fornitura di servizi, a titolo esemplificativo e non esaustivo: il centro di gestione della rete, la gestione degli utenti, il coordinamento e l'integrazione per lo sviluppo delle applicazioni funzionali agli utenti della rete; Help Desk di supporto alle categorie di utenti;

X. acquisto, sviluppo, erogazione e offerta, nel rispetto e nei limiti delle normative comunitarie e nazionali in materia di appalti di lavoro, servizi e forniture, di servizi di telecomunicazione ed informatici e/o affini, i.e. a titolo esemplificativo e non esaustivo: servizi dati, Internet e di telefonia, tradizionale e su rete IP; servizi per la convergenza fisso/mobile; servizi di data center con funzioni di data storage, server farming, server consolidation, facility management, backup, disaster recovery; servizi di Help Desk tecnologico (incident e problem management); erogazione di servizi software applicativi gestionali in modalità ASP;

XI. fornitura di servizi derivanti dalle linee di indirizzo per lo sviluppo dell'ICT e dell'egovernment di cui all'Art. 6 della legge regionale n. 11/2004 e relative attuazioni di cui all'Art. 7 della stessa legge quali, a titolo esemplificativo e non esaustivo: piattaforma tecnologica di servizio per la cooperazione applicativa; piattaforma tecnologica per l'identificazione, l'autenticazione e l'accesso; Data Service; servizi per la multicanalità, la multimedialità, la videocomunicazione, il digitale terrestre; per la formazione ai cittadini ed alle imprese; servizi per la riduzione del knowledge divide e servizi derivanti dalla ricerca e sviluppo applicata all'innovazione della pubblica amministrazione; servizi per la gestione dei documenti quali, a titolo esemplificativo e non esaustivo: dematerializzazione, archiviazione digitale e cartacea, distribuzione, storicizzazione finalizzati allo sviluppo e gestione del polo archivistico regionale; intendendosi per fornitura di servizi la gestione della domanda per l'analisi dei processi, la definizione degli standard di interscambio delle informazioni, la stesura dei capitolati tecnici e delle procedure di gara per lo sviluppo/acquisto dei servizi, il program e project management,

la verifica di esercibilità, il supporto al dispiegamento, l'erogazione dei servizi tramite i fornitori individuati, il monitoraggio dei livelli di servizio.

SOCIETA' INCORPORANDA

“CUP 2000 S.c.p.A.” – con sede legale in Bologna, via del Borgo di San Pietro n. 90/C, iscritta nel Registro delle Imprese di Bologna al n. 04313250377 – al R.E.A. al n. 369126 –Codice Fiscale e P.IVA n. 04313250377, capitale sociale pari ad € 487.759,00 interamente versato, suddiviso in n. 487.579 azioni di cui n. 417.579 azioni ordinarie del valore di € 1,00 ciascuna e di n. 70.000,00 azioni speciali del valore di € 1,00 ciascuna emesse ai sensi dell'art. 6 *bis* dello statuto sociale prive di diritti patrimoniali e rimborsabili al valore nominale.

La COMPAGINE SOCIALE si compone di n. 17 e il socio di maggioranza è la Regione Emilia Romagna con una partecipazione pari al 28,55% del capitale sociale equivalente a n. 139.198 azioni ordinarie del valore complessivo di € 139.198,00.

La società ha scopo consortile e costituisce organizzazione comune dei Soci ai sensi degli articoli 2602 e 2615-ter cod. civ.. Essa opera senza scopo di lucro, anche con attività esterna, nell'interesse e per conto dei soci. La Società ha per OGGETTO SOCIALE, nei settori della sanità, dell'assistenza sociale, dei servizi degli enti locali alla persona e dei servizi socio-sanitari, secondo criteri di economicità, efficienza ed efficacia: progettazione, ricerca, sviluppo, sperimentazione e gestione di servizi e prodotti di Information e Communication Technology nonché attività di supporto tecnico e di formazione nel medesimo settore e sempre nell'interesse delle Amministrazioni e dei soggetti pubblici di riferimento. La Società espleta le attività di cui al precedente comma nei confronti degli enti pubblici soci, esclusivamente sulla base di atti di affidamento o di coordinamento degli enti pubblici medesimi. La società svolge, inoltre, le attività di cui al comma 1 nei confronti degli enti, aziende e società dipendenti o controllati dagli enti pubblici soci,



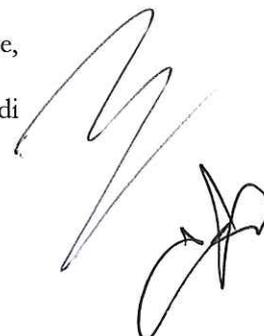
perché operanti in base a norme di legge, statuto o regolamento nonché nei confronti degli utenti delle prestazioni dei servizi di interesse generale erogate in attuazione dei predetti atti di affidamento o coordinamento, aventi per oggetto la regolazione o l'instaurazione dei rapporti giuridici di servizio tra le Amministrazioni pubbliche interessate, la Società e gli utenti delle prestazioni. La Società potrà svolgere altre attività, in ambito internazionale, in modo residuale a condizione che siano funzionali agli interessi dei soci nell'ambito dell'oggetto sociale.

Per lo svolgimento delle attività di progettazione, ricerca, sviluppo e sperimentazione la Società potrà, altresì, accedere a fonti di finanziamento di autorità nazionali ed europee, ricorrendo a tal fine alle forme di collaborazione e partnership che risultino necessarie e compatibili con il modello in *house providing* disciplinato dall'ordinamento comunitario ed interno.

1.2 Accettazione dell'incarico

Il Presidente del Tribunale di Bologna con provvedimento emesso in data 12 aprile 2018, RGVG n. 2228/2018, Cronologico n. 19/2018 (Allegato "A") ha designato il sottoscritto il dott. Stefano d'Orsi, dottore commercialista, con studio in San Lazzaro di Savena (BO) via Salvo d'Acquisto n. 4, codice fiscale: DRS SFN 66M17 I158 N, iscritto all'Albo dei dottori commercialisti ed esperti contabili della Circostrizione di Bologna al n. 1066/A, che ringrazia per la fiducia accordatagli, per la redazione della relazione ai sensi dell'art. 2501 *sexies* c.c. sulla congruità del rapporto di cambio delle azioni della società CUP 2000 S.c.p.A. in azioni della società Lepida S.p.A. in sede di incorporazione della prima nella seconda società.

Ho ritenuto di accettare l'incarico di redigere la presente relazione consapevolmente, assumendo le responsabilità che ne derivano, sulla scorta delle considerazioni qui di seguito succintamente riassunte.



Le tre condizioni essenziali per poter svolgere in modo adeguato qualsiasi incarico peritale sono a mio giudizio le seguenti:

- 1) disporre delle necessarie competenze tecniche;
- 2) disporre del tempo necessario per reperire tutte le informazioni ritenute utili alla formazione;
- 3) poter operare in assenza di qualsivoglia condizionamento esterno, diretto od indiretto.

Quanto al primo punto, il semplice possesso dei titoli previsti dalla legge per lo svolgimento dell'attività è condizione necessaria, ma per certo non sufficiente a garantire la competenza tecnica *specificata* che risulta indispensabile in relazione all'espletamento del singolo, concreto incarico che di volta in volta viene affidato all'esperto.

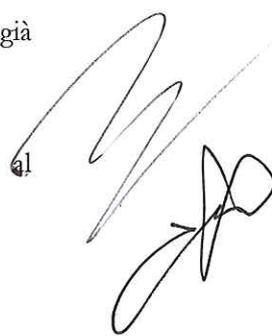
A tal fine, ho perciò esaminato i documenti che mi sono stati messi a disposizione e compiuto le ulteriori ricerche ed approfondimenti che ho ritenuto necessari per rendermi conto della natura delle attività svolte dalle Società interessate e delle caratteristiche dell'operazione prospettata, onde valutare serenamente se fossi o meno all'altezza dell'incarico affidatomi.

All'esito di tale preliminare attività di valutazione ho ritenuto di essere in grado di portare a compimento l'incarico, ed attesto pertanto serenamente di averlo consapevolmente assunto, anche alla luce delle responsabilità che ne derivano.

Quanto al punto n. 2 che precede, è doveroso sottolineare che l'incarico si è svolto in un contesto di ampia collaborazione da parte delle Società, che non hanno esitato a mettere tempestivamente a disposizione del sottoscritto il materiale richiesto.

Il tempo assegnatomi per la redazione del presente elaborato è stato di due mesi (dal 12 aprile al 30 giugno), tempo che, in via preventiva, ho ritenuto adeguato in relazione alle attività preventivabili per l'esecuzione dell'incarico ed agli impegni concomitanti già assunti a tale data.

A consuntivo attesto che il suddetto lasso di tempo si è rivelato sufficiente al



completamento dell'incarico ed alla redazione della presente relazione.

Il profilo temporale assume rilievo tuttavia sotto un altro profilo: come meglio evidenziato *infra*, infatti, i tempi legati alla necessaria autorizzazione della Banca d'Italia ex art. 57 T.U.B. n. 385/93

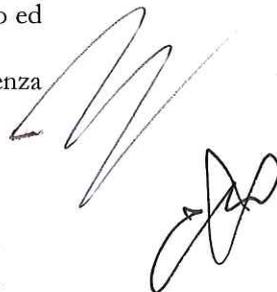
Quanto al terzo punto, ritengo che la «indipendenza di giudizio» comporti l'obbligo di osservare scrupolosamente, oltre alle regole codificate dal legislatore direttamente con disposizione specifiche od indirettamente attraverso clausole generali, anche i precetti deontologici ed etici.

Ho accertato che non vi fosse alcuna ragione, anche solo di opportunità, che mi potesse indurre a non accettare l'incarico, verificando in particolare che, per quanto di mia conoscenza, non vi fossero rapporti patrimoniali, professionali o di altra natura intercorrenti tra la mia persona, i miei stretti congiunti od i miei *partner* e collaboratori professionali e le Società partecipanti alla Fusione od altre società appartenenti al medesimo gruppo, che potessero minacciare la mia indipendenza e serenità di giudizio.

Allo stesso modo ho proceduto ad esaminare la composizione degli organi di amministrazione e controllo, compresi i dirigenti con responsabilità strategiche, delle Società partecipanti alla Fusione e delle rispettive capogruppo, per verificare che non vi fossero legami di natura patrimoniale, professionale, od anche solo di stretta amicizia tra la mia persona, i miei stretti congiunti od i miei *partner* e collaboratori professionali ed uno qualsiasi degli esponenti aziendali.

Ho – infine - valutato l'importanza, il prestigio e la remunerazione del presente incarico in rapporto alla mia complessiva attività professionale ed alla mia posizione reddituale e patrimoniale.

All'esito di tali verifiche, posso ragionevolmente attestare di non aver riscontrato alcuna circostanza che possa minimamente minare la mia serenità ed indipendenza di giudizio ed attesto perciò di possedere nella forma e nella sostanza i requisiti di indipendenza necessari per svolgere l'incarico contemplato dall'articolo 2501-*sexies* c.c..



Alla luce di tutte le circostanze concrete ho ritenuto di poter accettare in quanto l'attività di valutazione e controllo che ho ritenuto necessaria non presenta i livelli di complessità e difficoltà usualmente riscontrati in fusioni di analoga rilevanza, giacché:

- l'operazione si svolgerà in un contesto di unanime condivisione da parte di tutti i soci, compresi quelli di minoranza;

- il metodo scelto è quello Patrimoniale e come metodo di controllo il Metodo Patrimoniale Reddittuale con stima autonoma dell'avviamento, che presenta minori difficoltà di altre più complesse metodologie nella costruzione della base informativa – più limitata di quella richiesta dai metodi basati sui flussi o dai criteri comparativi basati sui prezzi di mercato, nella verifica delle ipotesi e congetture formulate dagli amministratori e nella articolazione, operativa ed informatica, dei modelli di calcolo necessari alla sua applicazione;

- i consigli di amministrazione delle due Società hanno operato di concerto, avvalendosi di consulenti comuni;

Tali circostanze sono state alla base della mia decisione di assumere l'impegno della presente relazione; assumo quindi la piena responsabilità, consapevole dell'importanza della funzione svolta dalla relazione dell'esperto nell'ambito del procedimento di fusione, ed attesto così di aver operato nel pieno rispetto del dettato dell'art. 2510-*sexies* c.c..

1.3. Oggetto e contenuto della presente relazione

La presente relazione viene redatta allo scopo di illustrare agli azionisti delle Società:

- i metodi seguiti dagli amministratori per la determinazione del rapporto di cambio;
- le eventuali difficoltà di valutazione incontrate dagli amministratori;
- la mia valutazione sull'adeguatezza di tali metodi, sotto il profilo della loro ragionevolezza e non arbitrarietà, sull'importanza attribuita dagli amministratori a ciascuno di essi ove ne siano stati impiegati più di uno, nonché sulla loro correttezza.



applicazione.

Nell'esaminare il metodo di valutazione adottato dagli amministratori, anche in base alle indicazioni dei loro consulenti, non ho compiuto una autonoma valutazione economica delle Società, né come entità *stand alone*, né tantomeno in relazione ai valori potenziali derivanti dalle sinergie conseguenti alla Fusione.

La competenza e la responsabilità di stabilire il rapporto di cambio, in caso di fusione, spetta agli organi amministrativi delle Società partecipanti alla Fusione, che provvedono a darne illustrazione e giustificazione ai soci a mezzo della propria relazione ex art. 2501-*sexies*.

Del pari spetta esclusivamente agli amministratori ed ai soci ogni valutazione in ordine alla convenienza economica ed al rilievo strategico dell'operazione, dei benefici diretti ed indiretti da essa ritraibili e dei rischi operativi e di mercato ad essa connessi.

L'intervento dell'esperto che redige la relazione prevista dall'art. 2501-*quinquies* c.c. consiste quindi nel fornire ai soci esclusivamente un parere sulla congruità delle valutazioni e determinazioni dell'organo amministrativo avuto riguardo al solo rapporto di concambio (1).

La presente relazione, infine, non costituisce un giudizio sul bilancio d'esercizio ai fini della deliberazione concernente la relativa approvazione, né una relazione avente ad oggetto in quanto tali la conformità al dettato normativo, la chiarezza, la veridicità e la correttezza delle situazioni patrimoniali di fusione.

Conseguentemente, gli accertamenti svolti dal sottoscritto e la sua responsabilità sono circoscritti dall'oggetto dell'incarico così come poc'anzi ricostruito.

¹ Secondo l'art. 2503, primo comma, del codice civile prevede espressamente che, ai fini di evitare il termine dilatorio di sessanta giorni ivi previsto, una unica *società di revisione* renda una apposita asseverazione ulteriore rispetto al contenuto ordinario della relazione ex art. 2501-*sexies* c.c.



1.4. Finalità e destinatari della presente relazione

La relazione dell'esperto designato ai sensi dell'art. 2501-*sexies* c.c. è redatta nell'interesse esclusivo dei soci delle Società partecipanti alla Fusione ⁽²⁾, non risultando emessi da nessuna di dette Società strumenti finanziari, diversi dalle azioni, che attribuiscono il diritto di voto ⁽³⁾.

Gli interessi dei creditori sociali, tra cui in particolare l'interesse alla salvaguardia del capitale attraverso il c.d. «sistema del netto», sono dal legislatore tutelati con altri strumenti e con altre norme tra cui, precipuamente, l'opposizione ex artt. 2503 c.c.⁽⁴⁾ e la previsione di cui al settimo comma dell'art. 2501-*sexies* c.c. per la stima del patrimonio sociale ex art. 2343 c.c. nel caso di fusione di società di persone in società di capitali.

La relazione dell'esperto non è neppure posta a tutela di altre eventuali categorie di terzi potenzialmente danneggiati dalla fusione, quali a titolo esemplificativo i creditori particolari dei soci e l'erario.

Per tali ragioni, nessun soggetto diverso dagli attuali azionisti, sia esso un futuro socio, un fornitore, un creditore, un debitore, un consulente, un potenziale acquirente l'azienda e/o una partecipazione sociale, ovvero un terzo comunque interessato ivi comprese l'amministrazione finanziaria e/o altre autorità di vigilanza, è autorizzato a fondare le proprie decisioni economiche esclusivamente sulle risultanze della presente relazione.

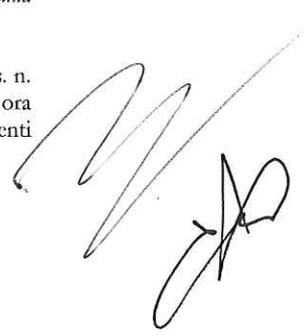
1.5. Sui fondamenti linguistici e sul significato della presente relazione

L'oggetto della relazione dell'esperto è l'accertamento della congruità del rapporto di

² Tale conclusione esegetica, dibattuta nel vigore delle norme antecedenti alla riforma del diritto societario attuata con d.lgs. 6/2003, deve essere considerata oggi pacifica alla luce della ormai generalizzata facoltà dei soci di rinunciare alla relazione a seguito della introduzione dell'ottavo comma dell'art. 2501-*sexies* c.c. ad opera del D.lgs. n. 147/2009. Anche l'art. 10 della direttiva espressamente designa la relazione dell'esperto come «destinata agli azionisti» e ne consente la derogabilità su consenso unanime di «tutti gli azionisti di ciascuna delle società partecipanti alla fusione e tutti i detentori di altri titoli che conferiscono il diritto di voto in tali società».

³ Come noto, dopo la modifica apportata al comma ottavo dell'art. 2501-*quinquies* ad opera dell'art. 1, d.lgs. n. 123/2012 (di attuazione della direttiva 2009/109/CE) per la rinuncia alla relazione dell'esperto è ora necessario, insieme al consenso unanime dei soci, anche il consenso unanime dei possessori degli strumenti finanziari che attribuiscono il diritto di voto nelle società partecipanti alla fusione.

⁴ Cfr. *supra*, nota 3.



cambio fissato dagli amministratori.

Poiché il rapporto di cambio discende, per definizione, da un rapporto tra due grandezze, e precisamente tra il valore economico dei patrimoni delle Società interessate alla Fusione, lo stesso si determina (e successivamente si verifica) attraverso la valutazione (e successivamente il controllo della valutazione) dei patrimoni aziendali.

Numerosi sono, in astratto, i metodi impiegabili per la valutazione di un'azienda che, non è un bene fungibile avente un corso di mercato, ma un *unicum* difficilmente comparabile e di cui non è dato stabilire un ammontare unico ed obiettivo, bensì una mera approssimazione, un intorno di valori entro i quali ragionevolmente possa collocarsi quello che si vuole stimare.

È noto che tra le quantità economiche osservate nelle elaborazioni della ragioneria e delle scienze aziendali ⁽⁵⁾ si distingue tra quantità-misure ⁽⁶⁾ e quantità astratte (dette anche congetture) ed è acquisita la consapevolezza che la comprensione dei dati esposti in un bilancio può avvenire solo se li si guarda nel prisma del sistema di regole di cui sono applicazione.

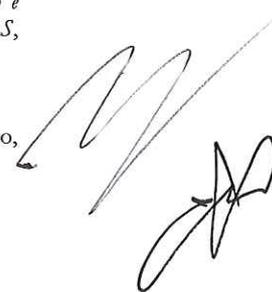
A seconda del metodo impiegato, i valori ottenuti da chi si accinge ad operare la stima dei patrimoni aziendali funzionale alla determinazione del rapporto di concambio possono risultare costituiti da semplici stime, ovvero in tutto od in parte da vere e proprie congetture. Pertanto l'attribuzione di significato ai segni linguistici rappresentativi della realtà economica contenuti nei bilanci e nelle relazioni di cui agli articoli 2501-*quinquies* e 2501-*sexies* c.c. deve tenere in debito conto la natura dei valori in essi rappresentati.

In termini di linguaggio, l'attribuzione di un significato all'informazione contabile può avvenire sui tre distinti piani: semantico, sintattico e pragmatico ⁽⁷⁾.

⁵ *Ex multis* Onida, *La logica e il sistema delle rilevazioni quantitative d'azienda*², Milano, Giuffrè, 1970, 18 ss.; Superti Furga, *Il bilancio di esercizio italiano secondo la normativa europea*², Milano, Giuffrè, 2004, 343 ss.; Id., *Reddito e capitale nel bilancio d'esercizio*, Milano, Giuffrè, 1991, 45 ss.; cfr. anche Venuti, *Il bilancio di esercizio fino agli IFRS*, Milano, Giuffrè, 2006, 196-198, testo e note con ampi riferimenti.

⁶ A loro volta suddivise in misure in senso stretto e stime, caratterizzate queste ultime dall'incertezza.

⁷ Cfr. Hendriksen e Van Breda, *Accounting Theory*, 5a ed., Irwin-McGrawHill, Boston-New York-S. Francisco, 1991 *passim*, e spec. pp. 14 e ss. e pp. 314 a 324.



Ciascuno di essi ha implicazioni assai diverse:

- a) approccio semantico: si assume che il dato contabile sia una rappresentazione di fenomeni economici reali, ovvero un “segno” che rinvia ad un referente empirico. Questa accezione è ben rappresentata dal tropo, di largo impiego ⁽⁸⁾, per cui il bilancio sarebbe la “mappa” del territorio economico. Se si accoglie questa accezione, ne discende che la verifica di tali valori è costituita principalmente dalla verifica di rispondenza del segno ai fatti sottostanti. In altre parole, si assume che la qualità della *representational faithfulness* non possa esistere se il bilancio non sia, anzitutto, dotato di *representativeness* ⁽⁹⁾;
- b) approccio sintattico: si assume che il dato del bilancio non rappresenti direttamente fenomeni reali, ma costituisca l’espressione di una corretta applicazione di regole predeterminate ⁽¹⁰⁾. Il giudizio sulla qualità dell’informazione contabile si sposta allora dal piano della verifica di corrispondenza ai fatti a quello del controllo sull’applicazione delle regole prestabilite ⁽¹¹⁾, a prescindere da un giudizio di “qualità” del risultato che deriva applicandole ⁽¹²⁾;
- b) approccio pragmatico: si ricerca il significato del bilancio non in sé, ma in quanto trasmetta informazioni che vengono utilizzate in modelli decisionali ⁽¹³⁾ o in quanto risulti idoneo a generare conseguenze giuridiche per effetto dell’uso, appunto, pragmatico del

⁸ Cfr. Rosenfield, *Contemporary issues in financial reporting*, Routledge, New York, 2006, loc. 1139 e ss. dell’edizione Kindle, con ampi riff.

⁹ Cfr. ad es. Rosenfield, *Contemporary issues*, cit., *passim* e *spec.* locc. 2359 e ss.; West, *Professionalism and accounting rules*, Routledge, New York, 2006, p. 86.

¹⁰ Riassunto limpidamente da Richard Macve: «*profit figures are not facts, they are just opinions – opinions arrived at by adopting some acceptable rule for their calculations*» (Macve, *Quaere verum*, 16).

¹¹ Per l’osservazione che «*regulatory fiat rather than cognition is what impels the actions of practitioners*» cosicché «*compliance with accounting standards has become an end in itself*»: cfr. West, *Professionalism*, cit., 174-175.

¹² E v. la sconsolata affermazione di Sterling, *Towards a science of accounting*, Houston, Scholar Books, 1979, p. 134 per cui spesso l’unico controllo possibile è in tal caso è «*[to] check the arithmetic*».

¹³ Nel contesto anglosassone il profilo pragmatico è dominante, in quanto collegato alla utilità delle informazioni per il destinatario e, quindi, alla teoria della *decision-usefulness* dell’informazione, elaborata e sistematizzata da George J. Staubus (i cui scritti sono oggi raccolti in Staubus, *The decision-usefulness theory of accounting*, New York, Garland, 2000), cui hanno prestato adesione il FASB e lo IASB fin dalla enunciazione dei rispettivi *Framework*. Del pari nella letteratura italiana è ormai da tempo associata la funzione (anche) informativa (e quindi pragmatica) del bilancio di esercizio.



linguaggio contabile ⁽¹⁴⁾. Enfatizzando il profilo pragmatico si giunge a ritenere che al lettore del bilancio debbano essere fornite le informazioni che questi si attende di trovarvi, sospendendo il giudizio sulla “qualità intrinseca” di ciò che si comunica.

Ancora una volta, all'applicazione di diversi metodi di stima consegue un diverso valore linguistico dei risultati ottenuti: ferma l'importanza del profilo pragmatico nella sua duplice accezione, i metodi che poggiano in prevalenza su misure e stime ⁽¹⁵⁾ tendono ad attribuire un valore anche semantico ai segni impiegati, mentre molti metodi, e soprattutto quelli fondati sulle previsioni, tendono ad abbandonare completamente ogni valore strettamente semantico.

2. I MATERIALI E LA DOTTRINA DI RIFERIMENTO

--§§§--

Le fonti consultate ed utilizzate, ai fini della redazione della presente perizia di valutazione, sono state i seguenti testi di dottrina, nonché pubblicazioni su riviste specializzate:

- AA.VV., “L'attività del perito nella valutazione di aziende. Osservazioni in merito ai principali metodi di stima” in La Tribuna dei Dottori Commercialisti, n. 5, 1991;
- Balducci, “La valutazione dell'azienda” FAG 2008;
- Bianchi, “Le operazioni sul capitale”, Cedam 1998;
- Brescia – Muraca, “Le perizie di stima delle aziende” Maggioli 2008;
- Capodaglio, “La valutazione del conferimento di un ramo di azienda” in Rivista Italiana di Ragioneria e di Economia Aziendale, n. 1/2, 1998;
- Colombo – Portale, “Trattato delle società per azioni”, Utet 2004;

¹⁴ Il c.d. “sistema del netto” è l'esempio forse più lampante del valore pragmatico dell'informazione: l'iscrizione delle poste ideali del patrimonio netto, lungi dall'aver una funzione rappresentativa o semantica, altro non è se non l'enunciazione riassuntiva dei vincoli di destinazione gravanti sulle risorse sociali.

¹⁵ Sempreché si tenga ben presente la differenza tra stima in senso stretto, come approssimazione di una verità esterna che si suppone esistente e misurabile, e una più lata accezione del termine stima – fatta propria anche dai nostri principi contabili nazionali – che comprende anche le congetture e le previsioni.

- Guatri, “*La valutazione delle aziende*” Egea 1990;
- Guatri, “*Valore e Intangibles nella misura della performance aziendale*” Egea 1997;
- Maffei Alberti, “*Il nuovo diritto delle società*”, Cedam 2005;
- Moro Visconti, “*Conferimenti d’azienda*” Maggioli 2008;
- Pellati, “*Valutazione di una società di distribuzione di gas metano*”, in *Contabilità Finanza e Controllo*, n. 10, 2006;
- Quatraro – D’Amora, “*Le operazioni sul capitale*”, Giuffrè 2002;
- Quatraro “*Statuti sociali e Volontaria Giurisdizione societaria*”, Giuffrè 2002;
- Salafia, “*La relazione giurata nel conferimento in società di capitali di beni in natura*”, in *Le Società* n. 11/97;
- Simone, “*Un’azienda di servizi: peculiarità e metodi di valutazione*” in *Amministrazione e Finanza*, n. 20, 2004;
- Damodaran, “*Valutazione delle aziende*”, Apogeo, 2010;
- Brealey – Myers – Allen – Sandri “*Principi di Finanza Aziendale*”, Mc Graw Hill 2007;
- Tronconi –Bellintani, “*Valutazione e valorizzazione immobiliare*”, Il Sole 24 Ore 2006;
- Guatri – Uckmar, “*Linee guida per le valutazioni economiche*”, Egea 2007;
- AA.VV., “*Valutazione d’azienda: Tecniche operative di misurazione del valore*”, Ipsoa 2011;
- Organismo Italiano di Valutazione (OIV), “*Principi italiani di valutazione 2015*” Egea 2015;
- Franceschi, *Operazioni di gestione straordinaria: logiche valutative*, Cedam, Padova, 2006;
- Grezzini, *La valutazione delle imprese industriali in funzionamento*, Cedam, Padova, 2005.

Le descritte fonti hanno concorso a delineare l’iter logico e tecnico-giuridico che si è posto a base della presente relazione di stima.

3. DESCRIZIONE DELL'OPERAZIONE

--SSS--

3.1 Il Progetto di fusione

Il Progetto di fusione prevede l'operazione di incorporazione di CUP 2000 S.c.p.A. in Lepida S.p.A. (di seguito, per brevità, la "Fusione"), che verrà decisa – dalle assemblee delle Società partecipanti – contestualmente alla riduzione del capitale sociale di CUP 2000.

Gli amministratori intendono stipulare l'atto di fusione entro il 31 dicembre 2018 facendo decorrere gli effetti contabili e fiscali della fusione, al primo gennaio dell'anno successivo dell'ultima iscrizione dell'atto di fusione presso l'Ufficio del Registro delle Imprese.

3.2 - Valutazione dei consigli di amministrazione sulla ricorrenza del diritto di recesso

I soci Comune di Bologna (titolare di n. 51.700 azioni ordinarie) e Città Metropolitana di Bologna (titolare di n. 28.435 azioni ordinarie) in data 13 settembre 2016 hanno comunicato il recesso alla società CUP 2000 S.c.p.A., recesso perfezionato in data 11 dicembre 2016.

Ai sensi di quanto previsto dall'art. 11 dello statuto sociale di CUP 2000 che prevede che *"Il valore delle azioni è determinato dagli Amministratori, sentito il parere dell'organo di controllo (e del soggetto incaricato della revisione legale dei conti; art. 2437 ter del codice civile), tenuto conto della consistenza patrimoniale della società e delle sue prospettive di attività"*, l'organo amministrativo ha proceduto a determinare il valore delle azioni recedute avendo a riferimento il Patrimonio Netto della società alla data 11 dicembre 2016 (data di perfezionamento del recesso) utilizzando quale metodo di valutazione, pertanto, un "metodo patrimoniale semplice" senza determinazione di alcun avviamento sulla considerazione che: *"attesa l'esclusività e la strumentalità dell'attività societaria rispetto alle finalità istituzionali degli enti soci, definite dall'art. 4 del vigente statuto sociale di seguito riportato, altri criteri risultano non compatibili con la natura della*



società. La Società ha scopo consortile e costituisce organizzazione comune dei Soci ai sensi degli articoli 2602 e 2615-ter cod. civ.. Essa opera senza scopo di lucro, anche con attività esterna, nell'interesse e per conto dei soci."

In applicazione di quanto sopra l'organo amministrativo di CUP ha determinato il valore unitario delle azioni ordinarie recedute in euro 13,57 per azione.

Il valore complessivo delle azioni recedute pertanto è risultato essere il seguente:

	n. azioni	Valore unitario azione	Valore delle azioni
COMUNE DI BOLOGNA	51.700	13,57	701.569
CITTA' METROPOLITANA DI BOLOGNA	28.435	13,57	385.862

Il termine ultimo statutariamente previsto per l'esercizio delle opzioni è spirato inutilmente in data 20 febbraio 2018. In base al dettato statutario le azioni inopiate potranno essere collocate dall'organo amministrativo presso terzi oppure rimborsate mediante acquisto della società utilizzando riserve disponibili. Qualunque sarà la scelta dell'organo amministrativo in ordine alla liquidazione delle azioni oggetto di recesso essa si perfezionerà antecedentemente la data dell'atto di fusione.

4. DOCUMENTAZIONE UTILIZZATA E MATERIALE CONSULTATO

--SSS--

Per giungere alla formazione di un sereno ed obiettivo convincimento in ordine al parere da esprimere con la presente relazione ho consultato i seguenti atti e documenti, in parte messi a disposizione dalle Società, in parte reperiti autonomamente.

Tutta la documentazione qui elencata è conservata su supporto informatico ed in formato cartaceo.

1. Progetto di Fusione Lepida S.p.A. -CUP 2000 S.c.p.a.;
2. Relazione amministratori Lepida S.p.A. e CUP 2000 S.c.p.a. ex art. 2501 quinquies



c.c.

3. Perizia CUP 2000 da parte della Paragon Advisory;
4. Perizia Lepida S.p.A. da parte della Paragon Advisory;
4. Atto costitutivo CUP 2000 30.9.1996;
5. Statuto CUP 2000 aggiornato al 29.5.2017;
6. Organigramma CUP 2000 aggiornato alla data odierna;
7. Verbale conferenza soci CUP 2000 per parere preventivo su bilancio 2017 e piano triennale 2018-2020;
8. Verbale dell'assemblea ordinaria soci CUP 2000 del 27/4/2018 per approvazione bilancio 2017 e piano triennale 2018-2020;
9. Fascicolo bilancio CUP 2000 al 31.12.2017 unitamente al bilanci di verifica;
10. Fascicolo bilancio CUP 2000 al 31.12.2015 e al 31.12.2016;
11. Piano triennale CUP 2000 2018-2020;
12. Scadenario clienti e fornitori CUP 2000 al 5.6.2018;
13. Dettaglio saldi clienti e saldi fornitori CUP 2000 anno 2017;
14. Registro cespiti CUP 2000 anno 2017;
15. Partitario fondo rischi anno 2017;
16. Elenco dipendenti CUP 2000 con specifica ferie, TFR e ratei 14° al 31.12.2017;
17. Dichiarazioni fiscali CUP 2000 anni d'imposta 2015 e 2016;
18. Modelli di pagamento F24 CUP 2000 giugno e novembre 2017;
19. Proroga contratti AUSL Bologna –CUP 2000;
20. Proroga contratti Regione Emilia Romagna – CUP 2000;
21. Proroga contratti Policlinico Sant'Orsola – CUP 2000;
22. Visura storica Lepida al 17.4.2018;
23. Fascicolo Bilancio Lepida al 31.12.2017 unitamente al bilancio di verifica;
24. Fascicolo Bilancio Lepida al 31.12.2016 unitamente al bilancio di verifica;
25. Fascicolo Bilancio Lepida al 31.12.2015 unitamente al bilancio di verifica;



26. PVC Guardia di Finanza del 15.2.2018 alla Lepida;
27. Verbale assemblea soci della Lepida del 27.6.2017 per approvazione bilancio 2016;
28. Verbale assemblea soci della Lepida del 24.6.2016 per approvazione bilancio 2015;
29. Registro cespiti al 31.12.2017 della Lepida ;
30. Dettaglio clienti e fornitori Lepida al 31.12.2017;
31. Rimanenza Lepida al 31.12.2017;
32. TFR al 31.12.2017;
33. Verifica crediti e debiti Lepida verso Enti-Soci;
34. Dichiarazioni fiscali Lepida anni d'imposta 2015 e 2016;
35. Perizia del dott. Adolfo Barbieri e dell'ing. Guido Riva inerenti la Rete Radiomobile Regionale R3 e Lepida del 10.12.2008 per conferimento delle stesse nella Lepida;
36. Perizia del dott. Pasquale Grimaldi inerenti la Rete Lepida del 10.9.2012 per conferimento nella Lepida
37. Perizia del dott. Pasquale Grimaldi inerenti la Rete Lepida del 18.7.2014 per conferimento nella Lepida
38. Perizia del dott. Pasquale Grimaldi del 9.7.2015 avente ad oggetto la valutazione delle Tratte Fibra Ottica di proprietà della Lepida;

*

Gli amministratori ed i competenti dirigenti delle Società hanno attestato che:

- non risultano resi specifici pareri o relazioni degli organi sociali e/o di competenti funzioni interne delle due società, non vi sono regolamenti di Gruppo rilevanti ai fini del procedimento di fusione, né è stata acquisita alcuna *fairness opinion* sul rapporto di cambio;
- non risultano redatte specifiche situazioni patrimoniali di fusione delle due società ex art. 2501-quater c.c. in quanto è prevista l'utilizzazione dei bilanci d'esercizio al 31.12.2017 di entrambe le Società approvati dalle rispettive assemblee;

Nessuna delle Società partecipanti alla Fusione ha rifiutato l'esibizione di alcun



documento da me richiesto ed anzi ho potuto riscontrare, tanto da parte delle competenti funzioni delle due Società e dei rispettivi gruppi, come pure da parte dei consulenti nominati dalle Società, la massima collaborazione nel fornire informazioni, documenti e delucidazioni.

Ho, infine, beneficiato di un proficuo scambio di informazioni via *e-mail* con il comune consulente della Società Paragon Advisory e con i responsabili delle competenti funzioni nell'ambito delle due società, ottenendo i richiesti chiarimenti e precisazioni sul materiale messo a mia disposizione, sui fatti di gestione, sulle deliberazioni assunte dagli organi amministrativi e sui criteri di normalizzazione impiegati nella redazione delle situazioni patrimoniali poste alla base delle valutazioni.

Ho partecipato a tre incontri informativi:

- il primo in data 7 maggio 2018 a Bologna in via del Borgo di San Pietro n. 90/C presso la CUP 2000 alla presenza del prof. Mazzini;
- il secondo in data 18 giugno 2018 a Bologna in via del Borgo di San Pietro n. 90/C, presso la sede CUP 2000 alla presenza del dott. Lorenzo Fabbricatore, direttore amministrativo di CUP 2000, del dott. Gino Falvo, direttore amministrativo di Lepida e dei revisori delle due società;
- il terzo incontro in data 20 giugno a Bologna in via della Liberazione n. 15 presso la sede di Lepida alla presenza del dott. Lorenzo Fabbricatore, direttore amministrativo di CUP 2000, del dott. Gino Falvo, direttore amministrativo di Lepida e dei consulenti facente parte della Paragon Advisory.

Non ho ritenuto opportuni – anche alla luce del brevissimo lasso temporale a disposizione per la redazione della presente relazione – accertamenti od indagini ulteriori, né ho ritenuto opportuno richiedere formali attestazioni delle Direzioni delle due Società in ordine alla veridicità dei dati di bilancio ed alla corrispondenza di questi con le risultanze della contabilità, avendo ritenuto che il sistema dei controlli operante all'interno delle due società interessati e la presenza della società di revisione legale, possano



ragionevolmente costituire nel caso di specie sufficiente garanzia della veridicità dei dati contabili rappresentati nei bilanci, veridicità della quale non ho quindi alcun motivo di dubitare.

Ho, tuttavia, ritenuto di richiedere alla direzione delle due Società formali attestazioni:

- attestazione scritta da parte della Direzione generale di CUP 2000 in merito ad eventuali fatti di rilievo intervenuti successivamente alla data di riferimento della situazione patrimoniale di fusione;
- attestazione scritta da parte della Direzione generale di Lepida in merito ad eventuali fatti di rilievo intervenuti successivamente alla data di riferimento della situazione patrimoniale di fusione.

5. METODI DI VALUTAZIONE

---SSS---

In linea generale, la stima del valore teorico di un'azienda, o di un suo ramo, si basa su criteri e metodologie che riscontrano generale accettazione presso gli operatori.

I criteri di valutazione debbono essere opportunamente scelti, a seconda della natura e delle caratteristiche dell'azienda da valutare, nonché delle finalità della valutazione stessa. Prima di illustrare il criterio ed il metodo che si è scelto di adottare nel caso in questione e delle motivazioni che hanno portato ad adottare un unico metodo valutativo, si ritiene opportuno indicare brevemente i tratti fondamentali di quelli che vengono comunemente proposti dalla dottrina e dalla prassi professionale prevalente.

5.1. Metodo Patrimoniale

Il metodo patrimoniale consente di giungere alla valutazione del capitale economico della società tramite la riespressione a valori correnti dei cespiti e di tutti gli elementi attivi e



0 1 17 149351 241 4

passivi del patrimonio aziendale. Il valore dell'azienda (W) corrisponde, pertanto, al valore del patrimonio netto rettificato (K) a valori correnti, in base alla seguente formula $W = K$.

Tale metodo, che ha il pregio di consentire una stima del patrimonio aziendale oggettiva e riscontrabile, si caratterizza per la stima analitica a valori correnti di sostituzione: *analitica*, perché effettuata distintamente per ciascun elemento del patrimonio; *a valori correnti*, perché basata sui prezzi di mercato del momento; *di sostituzione*, perché l'ipotesi di base è quella del riacquisto (o della riproduzione) per elementi attivi e della rinegoziazione per quelli passivi.

Nell'ambito dei metodi di valutazione patrimoniali, si distingue tra metodi patrimoniali semplici e metodi patrimoniali complessi: nei primi, non sono considerati ai fini della valutazione, i beni immateriali (salvo, eventualmente, valori immateriali per cifre modeste o trascurabili, quali ad esempio disaggi su obbligazioni, costi di aumento di capitale, ecc.); nei metodi patrimoniali complessi si considerano, viceversa, anche i beni immateriali.

5.2. Metodo Reddittuale

Il metodo reddittuale fonda il proprio presupposto sulla capacità dell'azienda di generare un flusso reddittuale riproducibile nel futuro. Il valore del capitale economico (W) viene dunque stimato, sul piano quantitativo, come funzione del reddito atteso (R).

Per ciò che riguarda l'orizzonte temporale di riferimento, entro il quale si stima che l'azienda sia in grado di produrre reddito, è possibile ricorrere alla durata indefinita.

In questo caso, il valore dell'azienda (W) equivale al valore attuale di una rendita perpetua di rata costante (R), calcolata al tasso (i), determinato in base alla seguente formula:

valore attuale del reddito perpetuo: $W = R / i$
--

La configurazione del reddito (R) rilevante ai fini dell'applicazione del metodo in questione è quello *prospettico*, idoneo a riflettere le condizioni di redditività attesa

CGNA

dell'azienda; *medio*, vale a dire che l'impresa è stabilmente in grado di produrre, e *normalizzato*, ossia depurato dalle componenti straordinarie non ripetibili e comunque estranee alla gestione, e in ogni caso determinato sulla base di soluzioni razionali e comunemente accettate dal punto di vista tecnico. Ciò comporta che nella configurazione del reddito (R) rilevante debba essere eliminata ogni componente negativa la cui appostazione sia dettata esclusivamente dall'esigenza di ridurre il reddito imponibile ai fini dell'imposizione diretta, ovvero dall'intento di attuare determinate politiche di bilancio.

Il reddito *medio normale* è calcolato, infatti, con riferimento a condizioni normali di svolgimento della gestione e, in particolare, a condizioni di indebitamento, "regolari" e non eccezionali, in assenza di situazioni particolarmente favorevoli o sfavorevoli, e consegue da una redistribuzione nel tempo dei componenti straordinari (plusvalenze e minusvalenze patrimoniali, rettifiche di costi e ricavi di precedenti esercizi, ecc.); il medesimo, inoltre deve essere determinato al netto degli oneri tributari che gravano seppur potenzialmente su di esso, e dei compensi figurativi diversi dalla remunerazione del capitale proprio e delle eventuali partecipazioni agli utili spettanti a terzi.

Il tasso di attualizzazione (i) utilizzato incorpora il compenso derivante dal semplice trascorrere del tempo (sostanzialmente pari al rendimento riconosciuto ad attività prive di rischio) ed, altresì, l'adeguata remunerazione del rischio sopportato.

IN

In particolare, *il tasso di puro interesse*, relativo agli impieghi di capitale a rischio nullo, è determinato sostanzialmente in riferimento a titoli di debito pubblico a scadenza non breve; peraltro, in periodi di inflazione, il medesimo deve essere depurato dall'erosione monetaria creata dalla componente inflazionistica e, pertanto, assunto nella sua configurazione di *tasso reale*.

La maggiorazione del tasso di puro interesse a titolo di *premio per il rischio di impresa*, è commisurata all'intensità del rischio generale d'impresa gravante sul capitale proprio, la cui stima dipende dalla valutazione dei seguenti fattori:

- condizioni generali: congiuntura economica, inflazione, situazione politico-sociale del paese ecc.
- condizioni settoriali: struttura del mercato di appartenenza, condizioni varie di instabilità del settore, ecc.
- condizioni aziendali: solidità patrimoniale, livello e composizione dell'indebitamento, situazione di liquidità con annesse condizioni di pagamento e di incasso, variabilità dei risultati operativi della gestione, parco clienti, ecc.

Il metodo reddituale, pur trovando un limite nell'aleatorietà delle stime sulle capacità reddituali dell'impresa che non sono altrettanto riscontrabili quanto le verifiche di valore corrente dei cespiti che compongono il patrimonio sociale, è indispensabile ad integrazione e confronto di stime effettuate con altri metodi, che spesso attribuiscono, ingiustificatamente, maggior rilievo al capitale investito piuttosto che alle capacità reddituali future di quel medesimo capitale.

5.3. Metodo Misto Patrimoniale e Reddituale con stima autonoma del Goodwill

Questo metodo, che attua una sorta di mediazione tra i pregi e i difetti dei criteri patrimoniali e reddituali, consente di considerare, nel processo valutativo, tanto le prospettive di reddito dell'azienda, quanto la sua effettiva consistenza patrimoniale: la stima sarà idonea, pertanto, a riflettere gli elementi di obiettività e verificabilità propri dell'analisi patrimoniale (valutazione dell'attivo, ivi compresi i beni e i diritti, al netto dei capitali dei terzi investiti in azienda), senza tuttavia trascurare le attese reddituali, concettualmente più rappresentative del valore economico dell'azienda.

Il medesimo prevede, in concreto, la determinazione del valore del patrimonio netto della società, mediante la verifica della consistenza delle attività investite in azienda, al netto delle corrispondenti passività, a cui si aggiunge l'avviamento che rettificcherà in aumento (*goodwill*) o in diminuzione (*badwill*), il predetto valore patrimoniale.



L'avviamento rappresenta, in sostanza, la capacità che viene riconosciuta all'azienda di generare redditi futuri in grado di remunerare il capitale investito in misura maggiore (o minore) rispetto al rendimento offerto da investimenti alternativi.

La formula utilizzata per la valutazione è la seguente:

Capitalizzazione limitata del sovrareddito:	$W = K + a[n/i'] * (R - i K)$
---	-------------------------------

W = valore del capitale economico dell'azienda;

K = valore patrimoniale (patrimonio netto rettificato);

i = tasso di remunerazione normale del capitale;

R = reddito medio normalizzato prospettico (determinato come indicato al punto precedente);

$a[n/i']$ = fattore di attualizzazione per il calcolo di una rendita della durata di n anni al tasso i' ;

n = numero di anni per i quali viene stimato il sovrareddito;

i' = tasso di attualizzazione.

Un metodo che attua una mediazione tra i criteri patrimoniali e reddituali e che consente nel processo valutativo di considerare tanto le prospettive di reddito dell'azienda quanto la sua effettiva consistenza patrimoniale consiste nella media aritmetica del capitale netto rettificato (K) e del valore di rendimento (i) del reddito atteso (R), la formula utilizzata è la seguente:

$$W = (K + R / i) / 2$$

5.4. Metodo di Borsa

Il metodo di borsa consiste nel riconoscere alla società oggetto di valutazione un valore pari a quello attribuitole dal mercato nel quale le sue azioni sono trattate. La stima del



0 1 17 149351 240 3

valore, è quindi, affrontata non più ricorrendo ad esplicite ipotesi del valutatore in merito ai flussi di risultati, reddituali o finanziari, prospettici dell'azienda in questione.

I risultati cui si perviene risultano rilevanti ai fini della stima a condizione che i volumi trattati ed i prezzi negoziati per i titoli costituiscano una significativa rappresentazione di contrattazioni poste in essere liberamente dagli azionisti sul mercato in assenza di condizionamenti esterni.

Tali metodi possono essere utilizzati anche per la valutazione di aziende con titoli non quotati su mercati regolamentati, ma che abbiano caratteristiche assimilabili a società quotate. In tale caso, assumono generalmente la denominazione di "metodi dei multipli di borsa di società comparabili". Scopo del metodo, in questo caso, è sviluppare rapporti fondati sugli effettivi prezzi di quotazione dei titoli delle società comparabili e finalizzati ad individuare la relazione che lega il prezzo di mercato delle imprese con variabili economiche aziendali. Il multiplo così calcolato è poi applicato alla medesima variabile economica dell'azienda oggetto di valutazione in modo da giungere al valore ricercato.

5.5 Metodo delle Transazioni Comparabili

Il metodo delle transazioni comparabili consiste nel riconoscere all'azienda un valore pari ai prezzi fatti in transazioni recenti fuori mercato, aventi per oggetto aziende similari.

5.6 Metodi Empirici

I metodi empirici si basano su grandezze che mutano di caso in caso e che, per il settore delle *utilities*, possono essere individuati, a titolo esemplificativo, in moltiplicatori delle unità di potenza prodotta o erogata, o ancora nel numero di utenti serviti.

In particolare il *metodo dei multipli*, che rientra nella categoria dei metodi in esame, permette di determinare il valore aziendale non tramite l'impiego di un metodo specifico astratto di valutazione del capitale, bensì attraverso l'utilizzazione di valutazioni espresse dal

mercato, cioè attraverso l'osservazione diretta dei prezzi espressi dal mercato per società simili (cosiddette *comparables* o *guideline companies*) o per transazioni su società simili.

Quando i prezzi sono determinati nell'ambito di un mercato regolamentato di borsa, l'approccio valutativo viene definito dei multipli o moltiplicatori di borsa (o delle società comparabili); quando invece i prezzi sono osservati nel mercato del controllo societario in generale, anche se non regolamentato (che idealmente rappresenta il mercato nel quale vengono trasferiti pacchetti societari), l'approccio valutativo viene definito dei multipli o dei moltiplicatori delle transazioni comparabili.

In pratica, in entrambi i casi la valutazione di una società viene effettuata non in modo analitico con uno dei modelli di valutazione possibile, ma generalmente attraverso l'utilizzo di una qualche misura della performance aziendale che viene rapportata al prezzo (valore di mercato del capitale netto) o al valore operativo dell'impresa (Enterprise value).

Quindi:

$$\text{Valore dell'azienda} = \text{Moltiplicatore} \times \text{Misura di performance prescelta}$$

Le assunzioni principali sulle quali si fonda l'applicabilità della valutazione tramite multipli sono:

- che il valore dell'impresa vari in proporzione diretta con le variazioni della variabile economica scelta come misura di performance;

che ci sia eguaglianza nel grado di rischiosità e nei tassi di crescita attesi del flusso di cassa delle aziende scelte come comparabili con quella da valutare.

6. METODI DI VALUTAZIONE ADOTTATI DAGLI AMMINISTRATORI PER LA DETERMINAZIONE DEL RAPPORTO DI CAMBIO

---SSS---

6.1. La metodologia congiunta di valutazione seguita dagli amministratori

In via preliminare, è doveroso sottolineare che le valutazioni espresse dagli amministratori delle due Società si sono svolte in modo coordinato e condiviso.

Nella premessa alle loro relazioni gli amministratori osservano che la fusione per incorporazione di CUP 2000 S.c.p.A. in Lepida S.p.A. permetterà agli Enti pubblici soci di disporre di un operatore consortile (alla luce della contestuale trasformazione di Lepida in società consortile per azioni) che:

- integra in sé le diverse sfaccettature dell'ICT per la pubblica amministrazione, gestendo sia la rete infrastrutturale che lo sviluppo e l'assistenza software per i diversi Enti soci (pubbliche amministrazioni locali, Regione, Aziende sanitarie ed ospedaliere);
- permette una gestione integrata e razionale dei servizi ICT per i diversi settori pubblici diminuendo il rischio di diseconomie derivanti da due soggetti che parallelamente sviluppano soluzioni simili e rispondenti alle medesime esigenze;
- permette una gestione integrata dei punti di accesso ai servizi sanitari tradizionali (front office e telefonici) al fine di gestire adeguatamente la transizione al digitale, il calo di utenza di tali servizi e la crescita di assistenza e *customer care* per gli strumenti di accesso digitali;
- comporterà l'efficientamento dei costi generali ed amministrativi in linea con le previsioni regionali Tali punti di forza comporteranno per la società l'erogazione di servizi più efficaci ed efficienti per i clienti/soci, nonché una risposta alle sfide imposte dall'ICT in ambito pubblico e alle conseguenti necessità di riorganizzare le risorse umane aziendali in tal senso. In tale ottica, secondo un principio consolidato nella prassi valutativa, viene privilegiato il principio di omogeneità relativa dei criteri di valutazione applicati. Ciò in quanto la finalità delle valutazioni nell'ambito di operazioni di fusione non è tanto la determinazione dei valori economici assoluti delle società interessate all'operazione, quanto l'ottenimento di valori tra loro confrontabili in sede di determinazione del rapporto di cambio. Per tale ragione, la stima del valore economico delle entità coinvolte

nelle operazioni di fusione assume soprattutto significato nel suo profilo relativo.

Gli organi amministrativi di Lepida S.p.A. e di CUP 2000 S.c.p.A. hanno ritenuto di conferire alla società Paragon Advisory Srl con sede a Bologna, l'incarico di assistere gli stessi organi amministrativi nell'attività di valutazione dei valori economici della società partecipanti alla fusione e nella conseguente determinazione del Rapporto di Cambio.

6.2. Il valore economico di CUP 2000 S.c.p.A. stimato dagli amministratori

La relazione degli amministratori ha evidenziato, in primo luogo, che CUP 2000 è una società *in-house* che espleta le proprie attività quasi esclusivamente nei confronti degli enti pubblici soci o nei confronti degli enti, aziende e società dipendenti o controllati dagli enti pubblici soci, e pertanto dell'esclusività e strumentalità dell'attività societaria rispetto alle finalità istituzionali degli enti soci.

Lo Statuto di CUP 2000 e la Convenzione di diritto pubblico sottoscritta dai Soci prevedono specifiche clausole volte a salvaguardare la natura pubblica del capitale, stabilendo precisi limiti alla circolazione delle azioni.

Inoltre, CUP 2000 nel corso del 2016 ha assunto natura giuridica di società consortile per azioni, formalizzando e rafforzando in questo modo l'assenza di scopo di lucro della Società la cui organizzazione e gestione è improntata al pareggio di bilancio da raggiungersi attraverso una progressiva aderenza delle tariffe praticate ai costi diretti e indiretti anche attraverso il conguaglio positivo/negativo sui costi imputabili alle attività prestate per i singoli soci (cd conguaglio consortile necessario al fine di rispettare la condizione in base alla quale i corrispettivi dovuti alla S.p.A. consortile non possono superare i costi imputabili alle prestazioni di servizi ricevute né possono essere inferiori, al fine del mantenimento dell'equilibrio economico della S.p.A. consortile medesima)

Tenuto conto delle predette peculiarità, l'Advisor ha ritenuto opportuno procedere alla valutazione di CUP 2000 adottando "metodologie valutative più "oggettive" e "prudenziali" quali i metodi Patrimoniali e Misti Redditali-Patrimoniali, ritenendo altre metodologie più market-oriented



quali i metodi finanziari o quelli dei multipli di mercato meno compatibili con la natura della Società oggetto di valutazione. Conseguentemente l'Advisor ritiene opportuno applicare alla valutazione di CUP 2000, quale metodo principale, il Metodo Patrimoniale, utilizzando, quale metodo di controllo, il metodo misto Patrimoniale-Reddittuale sulla consapevolezza che pur trattandosi di società consortile senza scopo di lucro essa può comunque realizzare, attraverso una marginale attività verso terzi, utili di esercizio (anche se non distribuibili) per sostenere l'attività e gli investimenti sociali limitando conseguentemente la contribuzione annuale dei soci destinata a far fronte a tali spese.”

Pertanto, partendo dal patrimonio netto al 31.12.2017 pari ad € 5.873.000,00, nonché rettificando il valore delle immobilizzazioni immateriali per € 127.000,00, il perito ha determinato il patrimonio netto di CUP 2000 nell'ammontare di € 5.746.000,00.

Devo opportunamente rilevare che le immobilizzazioni immateriali rettificate sono rappresentate da “Spese di Manutenzione da ammortizzare” per € 102.923,00 e “altre spese pluriennali” per € 23.731,00, ovvero da parte dell'attivo privo di valore di mercato.

Come metodo di controllo, la Paragon ha adottato il Metodo Misto Patrimoniale Reddittuale.

Il reddito normalizzato viene determinato mediante la stima dei redditi prospettici fino al 31.12.2020.

TAB. 1: STIMA REDDITI PROSPETTICI 2017 - 2020

Conto economico riclassificato gestionale (dati in Euro migliaia)	31/12/2017 Bilancio	31/12/2018 Piano	31/12/2019 Piano	31/12/2020 Piano
Utile ante imposte	14	25	25	25
storno ammortamenti immateriali Altre imm.	104	52	34	25
storno elementi eccezionali (n/a)	0	0	0	0
Utile ante imposte rettificato	118	77	59	50
imposte	(33)	(22)	(16)	(14)
Reddito netto	85	56	43	36

La stima delle *performances* della CUP 2000 utilizzate per la quantificazione del reddito medio prospettico è stata oggetto di apposito piano triennale 2018-2020 oggetto di approvazione nel corso dell'assemblea dei soci del 27 aprile 2018.

Per il calcolo dell'avviamento il perito applica i seguenti coefficienti:

- reddito normalizzato medio prospettivo: € 45.000,00;
- tasso di rischio pari al 4%;
- un tasso normale di rendimento pari allo 0,044% (pari al rendimento medio dei BTP a 3 anni);
- coefficiente β pari a 0,69;
- tasso di inflazione pari all'1,60%.

Mediante il metodo di controllo, il valore di CUP 2000 risulta essere pari ad € 5.673.0000,00 (ovvero valore del patrimonio netto rettificato per € 5.746.000,00 diminuito di un *badwill* per € 73.000,00).

L'applicazione della metodologia sopra indicata ha portato gli amministratori ad individuare un **valore del capitale economico della società CUP 2000 pari a Euro 5.746.000,00** ed un corrispondente **valore per azione** rappresentate come segue:

TAB. 2: VALORE UNITARIO PER AZIONE CUP 2000

Cup 2000 S.c.p.A.	numero azioni	valutazione	valore unitario per azione
azioni speciali	70.000	70.000	1,00
azioni ordinarie	417.579	5.676.000	13,59
totale	487.579	5.746.000	

6.3. Il valore economico di LEPIDA S.p.A. stimato dagli amministratori

La relazione degli amministratori ha evidenziato, in primo luogo, che la LEPIDA è società *in-house* che espleta le proprie attività quasi esclusivamente nei confronti degli enti pubblici soci o nei confronti degli enti, aziende e società dipendenti o controllati dagli enti pubblici soci, e pertanto dell'esclusività e strumentalità dell'attività societaria rispetto alle finalità istituzionali degli enti soci.

Lo Statuto di LEPIDA prevede specifiche clausole volte a salvaguardare la natura pubblica del capitale, stabilendo precisi limiti alla circolazione delle azioni.

LEPIDA all'esito del processo di fusione per incorporazione con CUP 2000 assumerà natura giuridica di società consortile per azioni formalizzando e rafforzando in questo modo l'assenza di scopo di lucro della Società con organizzazione e gestione improntata tendenzialmente al pareggio di bilancio da raggiungersi attraverso una progressiva aderenza delle tariffe praticate ai costi diretti e indiretti anche attraverso il conguaglio positivo/negativo sui costi imputabili alle attività prestate per i singoli soci (cd conguaglio consortile necessario al fine di rispettare la condizione in base alla quale i corrispettivi dovuti alla S.p.A. consortile non possono superare i costi imputabili alle prestazioni di servizi ricevute né possono essere inferiori, al fine del mantenimento dell'equilibrio economico della S.p.A. consortile medesima)

Tenuto conto delle predette peculiarità, l'Advisor ha ritenuto opportuno procedere alla valutazione di LEPIDA, con il Metodo Patrimoniale, utilizzando, quale metodo di controllo, il metodo misto Patrimoniale-Reddituale sulla consapevolezza che *"...pur trattandosi di società consortile senza scopo di lucro essa può comunque realizzare, attraverso una marginale attività verso terzi, utili di esercizio (anche se non distribuibili) per sostenere l'attività e gli investimenti sociali limitando conseguentemente la contribuzione annuale dei soci destinata a far fronte a tali spese..."*

Pertanto, partendo dal patrimonio netto al 31.12.2017 pari ad € 67.802.000,00 il perito rettificando il valore delle immobilizzazioni immateriali (diminuendolo di € 1.635.000,00) il valore delle immobilizzazioni materiali (aumentandolo per € 5.115.000,00), il valore dei crediti verso clienti (diminuendolo di € 74.000,00), le attività finanziarie non immobilizzate (aumentandolo per € 51.000,00) il debito per altri finanziatori (aumentandolo per € 73.000,00) i debiti tributari (aumentandoli per € 950.000,00), altri debiti (diminuendoli per € 3.000,00) ha determinato il patrimonio netto della Lepida nel complessivo importo di € 70.211.000,00.

Nell'ambito dell'attivo immobilizzato la variazione deriva essenzialmente dal valore della Rete Erretre e della Rete Lepida.

La rete Erretre è la rete Radiomobile Regionale per i servizi di emergenza della Regione Emilia Romagna ed è stata conferita alla Lepida con atto del 10 dicembre 2008 a rogito del notaio dott. Federico Stame ad un valore complessivo di € 17.500.000 sulla base di apposita Relazione di stima giurata ex art. 2343 c.c. redatta dal dott. Adolfo Barbieri in data 10 dicembre 2008.

In sede di recepimento nel bilancio della conferitaria della Rete R3 il valore di conferimento è stato iscritto come segue:

1. € 1.500.000 tra le immobilizzazioni immateriali alla voce avviamento ed ammortizzata su una arco temporale di 15 anni;
2. € 6.123.325,30 tra le immobilizzazioni materiali nella categoria denominata "infrastrutture erretre" ed ammortizzata con aliquota del 3%;
3. € 9.876.674,67 sempre tra le immobilizzazioni materiali ma nella categoria degli "impianti tecnologici erretre" con aliquota di ammortamento dell'8% .

In sede di valutazione del valore economico della Lepida, l'advisory ha ritenuto opportuno valorizzare la Rete R3 all'interno della voce "impianti tecnologici erretre" in quanto valore rappresentativo dei costi sostenuti a suo tempo per *"garantire la completa funzionalità della rete e conseguentemente di dover applicare anche su tale importo l'aliquota di ammortamento dell'8% ritenendola congrua e rappresentativa dell'effettivo deperimento d'uso della tipologia di rete in oggetto."*

Con riferimento alla Rete Lepida la stessa è stata acquisita attraverso 3 successivi conferimenti operati da parte del socio Regione Emilia Romagna in favore di LEPIDA (ovvero in data 10.9.2012, in data 11.7.2014 e in data 9.7.2015).

Il primo conferimento è stato determinato, sulla base di apposita Relazione di Stima giurata ex art. 2343-ter redatta a cura del dott. Pasquale Grimaldi, in complessivi € 17.200.000.



In sede di recepimento nel bilancio della conferitaria della Rete Romagna il valore di conferimento è stato iscritto:

1. € 1.291.687,21 tra le immobilizzazioni immateriali alla voce avviamento ed ammortizzata su un arco temporale di 5 anni;
2. 15.908.312,79 tra le immobilizzazioni materiali nella categoria denominata "reti in fibra ottica" ed ammortizzata con aliquota del 6,25%.

In sede di valutazione la Paragon ha ritenuto "...di dover ricondurre quanto iscritto tra le immobilizzazioni immateriali ad avviamento (euro 1.291.687,21) ad incremento della voce "reti in fibra ottica" in quanto parte del valore complessivo di conferimento della Rete Romagna (come si evince dalla perizia del dott. Grimaldi) e pertanto di dover applicare anche su tale importo l'aliquota di ammortamento dell'6,25% ritenendola congrua e rappresentativa dell'effettivo stato di deperimento d'uso della tipologia di rete in oggetto alla data del conferimento".

Il secondo conferimento, avvenuto nel mese di luglio 2014 con atto a rogito del notaio Merone, è stato determinato, sulla base di apposita Relazione di Stima giurata ex art. 2343-ter redatta a cura del dott. Pasquale Grimaldi, in complessivi € 25.119.000.

In sede di recepimento nel bilancio della conferitaria della Rete Romagna il valore di conferimento è stato iscritto:

1. € 2.775.000 tra le immobilizzazioni immateriali alla voce avviamento ed ammortizzata su una arco temporale di 5 anni;
2. € 22.344.000 tra le immobilizzazioni materiali nella categoria denominata "reti in fibra ottica" ed ammortizzata con aliquota del 6,47%.

In sede di valutazione l'advisor ha ritenuto di "... dover ricondurre quanto iscritto tra le immobilizzazioni immateriali ad avviamento (€ 2.775.000) ad incremento della voce "reti in fibra ottica" in quanto parte del valore complessivo di conferimento della Rete Emilia (come si evince dalla perizia del dott. Grimaldi) e pertanto di dover applicare anche su tale importo l'aliquota di ammortamento dell'6,47% ritenendola congrua e rappresentativa dell'effettivo stato di deperimento d'uso della tipologia di rete in oggetto alla data del conferimento."

Il terzo conferimento, è avvenuto nel mese di dicembre 2015 con atto a rogito del notaio Merone ed il valore è stato determinato, sulla base di apposita Relazione di Stima giurata ex art. 2343-ter redatta a cura del dott. Pasquale Grimaldi, in complessivi € 4.813.087.

Accanto alla rete in fibra ottica conferita dalla Regione Emilia Romagna (la Rete Lepida) la società negli anni ha sviluppato ulteriori tratte la cui consistenza complessiva ammonta, sulla base dei dati forniti dal management della società stessa, a circa 3.509 km di fibra ottica. Per realizzazione di queste ulteriori tratte la società ha usufruito di contributi in conto impianti per un importo complessivamente pari a circa € 677.000.

In sede di iscrizione del costo di realizzazione delle tratte "autoprodotte" tra le immobilizzazioni materiali la Società, avvalendosi della facoltà concessa dall'OIC 16, ha rilevato i predetti contributi secondo il cosiddetto metodo "indiretto" e pertanto portandoli a diretta riduzione del costo delle immobilizzazioni cui si riferiscono.

In sede di valutazione la Paragon ha ritenuto *"...di dover ricostruire il costo di realizzazione della tratta in oggetto al lordo dei contributi in conto impianti ricevuti da Lepida e stimare la percentuale di deperimento d'uso applicando a detto valore lordo l'aliquota d'ammortamento tipica per le reti in fibra ottica pari al 5% annuo. Lo scrivente ritiene altresì di riconoscere alla tratta "autoprodotta" un maggior valore a titolo di "valore implicito rappresentato dalle opportunità industriali e strategiche derivanti dall'esercizio della Rete" in linea con quello riconosciuto in occasione del conferimento delle varie tranches della Rete Lepida e quindi determinato applicando una percentuale pari al 12,24% al valore lordo come sopra determinato e rettificato al tasso di ammortamento della Rete autoprodotta per tener conto del periodo intercorso tra la data di conferimento e la data della presente Relazione...."*

*

In sede di perizia si è scelto di riclassificare l'importo dell'avviamento delle reti, già iscritto dalla società nella voce "immobilizzazioni immateriali", nella voce "impianti e macchinari", che pertanto si incrementa di € 1.547.000,00. Tale riclassificazione appare rispondente al dettato del Principio Contabile OIC 16 ("Immobilizzazioni Materiali").

Contestualmente, si è ricalcolato l'ammortamento su tale importo, applicando il

coefficiente di ammortamento riferito al bene strumentale “rete” sul valore cumulato e, pertanto, si è ottenuta una rettifica positiva del valore netto contabile in quanto, per la maggior parte delle reti, i coefficienti applicati sono inferiori a quelli previsti per l'avviamento, come indicato nel prospetto di seguito:

<u>DESCRIZIONE</u>				<u>IMPORTO DA BILANCIO</u>	<u>RETTIFICA</u>	<u>IMPORTO VALUTAZIONE</u>
VALORE AVVIAMENTO				€ 1.547.000	- € 1.547.000	0
RETTIFICA PER MODIFICA PERCENTUALE AMMORTAMENTO SU AVVIAMENTO				0	€ 1.985.350	€ 1.985.350
<u>DESCRIZIONE RETE</u>	<u>ALIQUOTA DA BILANCIO</u>	<u>ALIQUOTA NUOVA</u>				
AVVIAMENTO ERRE TRE	6,6%	8%				
AVVIAMENTO RETE FIBRA OTTICA ROMAGNA	20%	6,25%				
AVVIAMENTO RETE FIBRA OTTICA PARMA REGGIO	20%	6,47%				
NUOVO AVVIAMENTO PER RETE INFRATEL					€ 552.940	€ 552.940
NUOVO AVVIAMENTO PER RETE PRODOTTA DA LEPIDA					€ 427.870	€ 427.870
CONTRIBUTO DELLA REGIONE EMILIA ROMAGNA PER RETE FIBRA OTTICA AUTOPRODOTTA PORTATA ORIGINARIAMENTE IN DEDUZIONE DEL COSTO					€ 602.000	€ 602.000
VALORE IMPIANTI E MACCHINARI				€ 49.233.000	5.115.160	€ 54.348.160

L'advisor ha stralciato crediti per complessivi € 74.000,00; trattasi di credito maturato interamente nei confronti di un'azienda per cui è stato previsto un piano di rientro dalla stessa – attualmente - non rispettato.

L'ultima rettifica effettuata nell'ambito dell'aumento dei debiti tributari è rappresentata dall'effetto fiscale stimato nella misura del 27,90% (24% a titolo di IRES e 3,90% a titolo di IRAP) derivante dalla rettifica dei crediti e dei cespiti.

Il reddito normalizzato viene determinato mediante la stima dei redditi prospettici fino al 31.12.2020 sulla base del piano industriale regolarmente approvato dagli organi sociali:

TAB. 3: STIMA REDDITI PROSPETTICI 2018 – 2020

Conto economico riclassificato gestionale (dati in Euro migliaia)	31/12/2018 Piano	31/12/2019 Piano	31/12/2020 Piano
Utile ante imposte	273	199	252
rettifica su ammortamenti	270	(34)	(331)
storno elementi eccezionali (n/a)	0	0	0
Utile ante imposte rettificato	543	165	(79)
imposte	(151)	(46)	22
Reddito netto	391	119	(57)



La stima delle *performances* di Lepida, utilizzate per la quantificazione del reddito medio prospettico, è stata oggetto di apposito piano triennale 2018-2020 oggetto di approvazione nel corso dell'assemblea dei soci del 21 dicembre 2017.

Per il calcolo dell'avviamento il perito ha applicato i seguenti *input*:

- reddito normalizzato medio prospettivo: € 151.000,00;
- tasso di rischio pari al 4%;
- tasso normale di rendimento pari allo 0,044% (pari al rendimento medio dei BTP a 3 anni);
- coefficiente β pari a 0,73;
- tasso di inflazione pari all'1,60%.

Mediante il metodo di controllo, il valore di Lepida risulta essere pari ad € 67.857.000,00 (ovvero valore del patrimonio netto rettificato per € 70.211.000,00 diminuito di un *badwill* per € 2.355.000,00).

L'applicazione della metodologia sopra indicata ha portato gli amministratori ad individuare un **valore del capitale economico della società Lepida pari a Euro 70.200.000,00** ed un corrispondente **valore per azione** rappresentate come segue:

TAB. 4: VALORE UNITARIO PER AZIONE LEPIDA

Lepida S.p.a.	numero azioni	valutazione	valore unitario per azione
azioni proprie	23		
azioni ordinarie	65.503		
totale	65.526	70.200.000	1.071,33

7. RISULTATI EMERSI DALLA VALUTAZIONE OPERATA DAGLI AMMINISTRATORI.
RAPPORTO DI CAMBIO

---§§§---

Sulla base dell'uniforme applicazione del metodo patrimoniale, gli amministratori di entrambe le Società hanno determinato il rapporto di cambio tra le due Società nella misura risultante dalla seguente tabella:

TAB. 5: RIEPILOGO VALORI ECONOMICI DEL CAPITALE LEPIDA E CUP 2000

INCORPORANTE	LEPIDA S.P.A.
Capitale Sociale	65.526.000,00
P.N. Contabile 31/12/17	67.801.850,00
Valore Economico LEPIDA	70.200.000,00
INCORPORANDA	CUP 2000 S.C.P.A
Capitale Sociale	487.579,00
- di cui soci ordinari	417.579,00
- di cui soci speciali	70.000,00
P.N. Contabile 31/12/17	5.872.650,00
Valore Economico CUP 2000	5.746.000,00
- di cui riferibile soci ordinari	5.676.000,00
- di cui riferibile soci speciali	70.000,00

Come ho avuto modo di evidenziare nell'ambito del § 3.2, per i soci receduti del CUP, nel progetto di fusione si effettua una duplice ipotesi di rapporto di cambio in considerazione dei distinti scenari che possono appalesarsi entro la data dell'atto di fusione.

7.1. Il rapporto di cambio nell'ipotesi di collocamento presso terzi delle azioni dei soci receduti di CUP

2000

In considerazione dei valori delle due società:

- un'azione Lepida ha un valore di mercato di € 1.071,330464;
- mentre il valore di mercato di un'azione ordinaria CUP è pari ad € 13,59263756 e di un'azione speciale pari ad € 1,00.

Quindi, **nell'ipotesi di collocamento presso terzi**, il **rapporto di cambio** determinato dai due organi amministrativi delle società partecipanti alla fusione è il seguente:

- **ai soci CUP 2000** verranno assegnate n. 5.298,085128 azioni ordinarie Lepida (€ 5.676.000/€ 1.071,330464) del valore unitario di € 1.000,00 con annullamento di n. 417.579 azioni ordinarie di azioni CUP 2000 del valore unitario di € 1,00;

- **il rapporto di cambio** delle azioni ordinarie CUP 2000 con quelle ordinarie di Lepida è pari a 0,0126876235 azioni Lepida per azioni CUP 2000 (€ 13,59263756/€ 1.071,330464), quindi n. 1 azione Lepida ogni 78,816966865 azioni ordinarie di CUP 2000 (€ 417.579/5.298,085128);

- è previsto un conguaglio in denaro da parte dei soci ordinari di CUP 2000 pari complessivamente ad € 3.122,79 [(5.301 * € 1.071,330464)- € 5.676.000] e tale conguaglio sarà imputato per € 2.914,87 a capitale sociale ed € 207,92 a riserva sovrapprezzo azioni.

TAB. 6: RAPPORTO DI CAMBIO IN IPOTESI DI COLLOCAMENTO A TERZI AZIONI CUP 2000 SOCI RECEDUTI

Soci ordinarie Incorporanda CUP 2000	Azioni ordinarie CUP 2000	Azioni ordinarie Lepida	Controvalore in euro	Rapporto cambio	per intero azioni	conguaglio in denaro	conguaglio a Capitale Sociale	conguaglio a riserva sovrapprezzo	azioni ordinarie Lepida post conguaglio in denaro
REGIONE EMILIA ROMAGNA	139.198,00	1.766,09181	1.766.091,81	0,0126876235	0,90819	972,97	908,19	64,78	1.767,00
AZIENDA USL DI BOLOGNA	102.088,00	1.295,25411	1.295.254,11	0,0126876235	0,74589	799,10	745,89	53,20	1.296,00
ISTITUTO ORTOPEDICO RIZZOLI	51.700,00	655,95013	655.950,13	0,0126876235	0,04987	53,42	49,87	3,56	656,00
COMUNE DI BOLOGNA (Socio receduto)	51.700,00	655,95013	655.950,13	0,0126876235	0,04987	53,42	49,87	3,56	656,00
AZIENDA OSPEDALIERA S.ORSOLA-MALPIGHI	32.932,00	417,82882	417.828,82	0,0126876235	0,17118	183,39	171,18	12,21	418,00
CITTA' METROPOLITANA DI BOLOGNA (Socio receduto)	28.435,00	360,77257	360.772,57	0,0126876235	0,22743	243,65	227,43	16,22	361,00
AZIENDA USL IMOLA	11.526,00	146,23755	146.237,55	0,0126876235	0,76245	816,84	762,45	54,39	147,00
	417.579,00	5.298,08513	5.298.085,13			3.122,79	2.914,87	207,92	5.301,00



*

- ai soci speciali di CUP 2000 verranno assegnate n. 65,339316 (€ 70.000/1.071,330464) azioni ordinari di Lepida con annullamento di n. 70.000,00 azioni speciali di CUP 2000;

- il rapporto di cambio delle azioni speciali di CUP 2000 con quelle ordinarie di Lepida è pari a 0,0009334188 azioni ordinarie di Lepida per azione speciale di CUP (€ 1/€ 1.071,330464), quindi n. 1 azione Lepida ogni 1.071,3304642432 azioni speciali di CUP 2000;

- i soci speciali CUP 2000 riceveranno complessivamente n. 69 azioni LEPIDA da € 1.000,00 cadauno, per un controvalore complessivo di € 69.000,00 a fronte dell'annullamento di € 70.000,00 azioni CUP e del versamento di un conguaglio di € 3.921,80 ((€ 69 * 1.071,330464) – 70.000) da computarsi quanto ad € 3.660,68 a capitale sociale ed € 261,12 a riserva sovrapprezzo azioni.

*

E' previsto, quindi, di umentare il capitale sociale della Lepida S.p.A. di € 5.370.000,00, utilizzando il capitale sociale di CUP 2000 per € 487.579,00, la riserva sovrapprezzo azioni per € 1.944.310,68, la riserva legale di € 97.515,80, la parte dei conguagli in denaro destinata a capitale pari ad € 6.575,56 la "riserva straordinaria" per € 2.834.018,96.

Pertanto, la Lepida S.p.A. avrà un capitale sociale pari ad € 70.896.000,00 sottoscritto come segue:



TAB. 7: COMPOSIZIONE CAPITALE SOCIALE LEPIDA POST FUSIONE IN IPOTESI DI COLLOCAMENTO PRESSO TERZI AZIONI CUP 2000 DEI SOCI RECEDUTI

Cap. Sociale Lepida	Capitale sociale ante Fusione			Concambio		Conguaglio denaro			Composizione Cap. Sociale post fusione		
	n. azioni	% partecipazione	Controvalore Euro	azioni per concambio	Controvalore Euro	Azioni da conguagliare in denaro	controvalore a Capitale Sociale	controvalore a Riserva	Azioni post fusione	Controvalore Euro	% partecipazione
REGIONE EMILIA ROMAGNA LEPIDA (AZIONI PROPRIE)	65.068	99,30101%	65.068.000,00	1.766,09	1.766.091,81	0,90819	908,19	64,78	66.835	66.835.000,00	94,27189%
ALTRI 432 SOCI CON N.1 AZIONI CIASCUNO	434	0,66233%	434.000,00	-	-	-	-	-	24	24.000,00	0,03638%
AZIENDA USL DI BOLOGNA ISTITUTO ORTOPEDICO RIZZOLI				1.295,25	1.295.254,11	0,74589	745,89	53,20	1296	1.296.000,00	1,82803%
COMUNE DI BOLOGNA (Socio receduto)				655,95	655.950,13	0,04987	49,87	3,56	656	656.000,00	0,92530%
AZIENDA OSPEDALIERA S.ORSOLA-MALPIGHI				417,83	417.828,82	0,17118	171,18	12,21	418	418.000,00	0,58960%
CITTA' METROPOLITANA DI BOLOGNA (Socio receduto)				360,77	360.772,57	0,22743	227,43	16,22	361	361.000,00	0,50920%
AZIENDA USL IMOLA				146,24	146.237,55	0,76245	762,45	54,39	147	147.000,00	0,20735%
AZIENDA USL di FERRARA				4,67	4.667,09	0,33291	332,91	23,75	5	5.000,00	0,00705%
AZIENDA USL di MODENA				4,67	4.667,09	0,33291	332,91	23,75	5	5.000,00	0,00705%
AZIENDA Osp. S. ANNA di FERRARA				4,67	4.667,09	0,33291	332,91	23,75	5	5.000,00	0,00705%
AZIENDA Osp. di MODENA				4,67	4.667,09	0,33291	332,91	23,75	5	5.000,00	0,00705%
AZIENDA USL di PIACENZA				4,67	4.667,09	0,33291	332,91	23,75	5	5.000,00	0,00705%
AZIENDA USL della Romagna				18,67	18.668,38	0,33162	331,62	23,65	19	19.000,00	0,02680%
AZIENDA USL di REGGIO EMILIA				9,33	9.334,19	0,66581	665,81	47,49	10	10.000,00	0,01413%
AZIENDA Osp. di PARMA				4,67	4.667,09	0,33291	332,91	23,75	5	5.000,00	0,00705%
AZIENDA USL di PARMA				4,67	4.667,09	0,33291	332,91	23,75	5	5.000,00	0,00705%
COMUNE DI FERRARA				4,67	4.667,09	0,33291	332,91	23,75	5	5.000,00	0,00705%
Totale	65.526	100%	65.526.000,00	5.363,42	5.363.424,44	6,5756	6.575,56	469,04	70.896,00	70.896.000,00	100%

7.2. Il rapporto di cambio nell'ipotesi di acquisto da parte di CUP delle azioni dei soci receduti e successivo annullamento delle stesse

Nell'ipotesi di annullamento delle azioni previo acquisto delle stesse da CUP 2000, il capitale sociale della società si riduce da € 487.579,00 ad € 407.444,00 (per annullamento di n. 80.135,00 da € 1,00 cadauno).

Il valore di mercato di CUP 2000 diminuisce da € 5.746,000 ad € 4.658.569,00 arrotondato ad € 4.659.000,00 (di cui € 4.589.000 riferibile ad azioni ordinarie e € 70.000 riferibile ad azioni speciali) per effetto del valore delle quote annullate per € 1.087.431,00.

In considerazione dei valori delle due società, un'azione Lepida ha un valore di mercato di



€ 1.071,330464, mentre il valore di mercato di un'azione ordinaria CUP 2000 è pari ad € 13,80673533 (€ 4.659.000/n.ro azioni per 337.444) e di un'azione speciale pari ad € 1,00.

In tale ipotesi, **il rapporto di cambio** determinato dai due organi amministrativi delle società partecipanti alla fusione è il seguente:

- **ai soci di CUP 2000** verranno assegnate n. 4.283,458889 azioni ordinarie Lepida del valore unitario di € 1.000,00 con annullamento di n. 337.444 azioni ordinarie di azioni CUP 2000 del valore unitario di € 1,00 (€ 4.589.000/ 1.071,330464)

- **il rapporto di cambio delle azioni** ordinarie CUP 2000 con quelle ordinarie di Lepida è pari a 0,0126938363 (€ 13,80673533/€ 1.071,330464), quindi n. 1 azione Lepida ogni 78,778391191 azioni ordinarie di CUP 2000 (€ 337.444/4.283,458889);

- **è previsto un conguaglio in denaro** da parte dei soci ordinari CUP 2000 pari complessivamente ad € 2.722,37 ((4.286 * € 1.071,330464)-€ 4.589.000) e tale conguaglio sarà imputato per € 2.541,11 a capitale sociale ed € 181,26 a riserva sovrapprezzo azioni. (5.301 * € 1.071,330464)- € 5.676.000)

TAB. 8: RAPPORTO DI CAMBIO IN IPOTESI DI ANNULLAMENTO AZIONI

Soci ordinari Incorporanda CUP 2000	Azioni ordinarie Cup 2000	Azioni ordinarie Lepida	Controvalore In euro	Rapporto cambio	per n intero azioni	conguaglio in denaro	conguaglio a Capitale Sociale	conguaglio a riserva sovrapprezzo	azioni ordinarie Lepida post conguaglio in denaro
REGIONE EMILIA ROMAGNA	139.198,00	1.766,95662	1.766.956,62	0,0126938363	0,04338	46,47	43,38	3,09	1.767,00
AZIENDA USL DI BOLOGNA	102.068,00	1.295,88836	1.295.888,36	0,0126938363	0,11164	119,61	111,64	7,96	1.295,00
ISTITUTO ORTOPEDICO RIZZOLI	51.700,00	656,27134	656.271,34	0,0126938363	0,72866	780,64	728,66	51,98	657,00
AZIENDA OSPEDALIERA S. ORSOLA-MALPIGHI	32.932,00	418,03342	418.033,42	0,0126938363	0,96658	1.035,53	966,58	68,95	419,00
AZIENDA USL IMOLA	11.526,00	146,30916	146.309,16	0,0126938363	0,69084	740,12	690,84	49,28	147,00
	337.444,00	4.283,46	4.283.458,89			2.722,37	2.541,11	181,26	4.286,00

*

- **ai soci speciali di CUP 2000** verranno assegnate n. 65,339316 (€ 70.000/1.071,330464) azioni ordinarie di Lepida con annullamento di n. 70.000,00 azioni speciali di CUP 2000;

- il rapporto di cambio delle azioni speciali di CUP con quelle ordinarie di Lepida è pari a 0,0009334188 azioni ordinarie di Lepida per azione speciale di CUP (€ 1/€

1.071,330464), quindi n. 1 azione Lepida ogni 1.071,3304642432 azioni speciali di CUP 2000;

- i soci speciali CUP riceveranno complessivamente n. 69 azioni LEPIDA da € 1.000,00 cadauno, per un controvalore complessivo di € 69.000,00 a fronte dell'annullamento di € 70.000,00 azioni CUP e del versamento di un conguaglio di € 3.921,80 ((€ 69 * 1.071,330464) – 70.000) da computarsi quanto ad € 3.660,68 a capitale sociale ed € 261,12 a riserva sovrapprezzo azioni.

*

Si provvederà, quindi, ad **umentare il capitale sociale della Lepida S.p.A. di € 4.355.000,00** (€ 4.286.000 per azioni ordinarie + € 69.000 azioni speciali) utilizzando il capitale sociale della CUP 2000 per € 407.444,00, la riserva sovrapprezzo azioni per € 1.944.310,68, la riserva legale di € 97.515,80, la parte dei conguagli in denaro destinata a capitale pari ad € 6.201,79 la “riserva straordinaria” per € 1.899.527,73

Pertanto, Lepida S.p.A. avrà un capitale sociale pari ad € 69.881.000 sottoscritto come segue:

TAB. 9: COMPOSIZIONE CAPITALE SOCIALE LEPIDA POST FUSIONE IN IPOTESI DI ANNULLAMENTO AZIONI

Cap. Sociale Lepida	Capitale sociale ante Fusione			Concambio		Conguaglio denaro			Composizione Cap. Sociale post fusione		
	n. azioni	% partecipazione	Controvalore Euro	azioni per concambio	Controvalore Euro	Azioni da conguagliare in denaro	controvalore a Capitale Sociale	controvalore a Riserva	Azioni post fusione	Controvalore Euro	% partecipazione
REGIONE EMILIA ROMAGNA	65.068	99,30104%	65.068.000,00	1.766,96	1.766.956,62	0,04338	43,38	3,09	66.835	66.835.000,00	95,64116%
LEPIDA (AZIONI PROPRIE)	24	0,03663%	24.000,00	-	-	-	-	-	24	24.000,00	0,03434%
ALTRI 432 SOCI CON N.1 AZIONI CIASCUNO	434	0,66233%	434.000,00	-	-	-	-	-	434	434.000,00	0,62106%
AZIENDA USL DI BOLOGNA				1.295,89	1.295.888,36	0,11164	111,64	7,96	1.296	1.296.000,00	1,85458%
ISTITUTO ORTOPEDICO RIZZOLI				656,27	656.271,34	0,72866	728,66	51,98	657	657.000,00	0,94017%
AZIENDA OSPEDALIERA S.ORSOLA-MALPIGHI				418,03	418.033,42	0,96658	966,58	68,95	419	419.000,00	0,59959%
AZIENDA USL IMOLA				146,31	146.309,16	0,69084	690,84	49,28	147	147.000,00	0,21036%
AZIENDA USL di FERRARA				4,67	4.667,09	0,33291	332,91	23,75	5	5.000,00	0,00716%
AZIENDA USL di MODENA				4,67	4.667,09	0,33291	332,91	23,75	5	5.000,00	0,00716%
AZIENDA Osp. S. ANNA di FERRARA				4,67	4.667,09	0,33291	332,91	23,75	5	5.000,00	0,00716%
AZIENDA Osp. di MODENA				4,67	4.667,09	0,33291	332,91	23,75	5	5.000,00	0,00716%
AZIENDA USL di PIACENZA				4,67	4.667,09	0,33291	332,91	23,75	5	5.000,00	0,00716%
AZIENDA USL della Romagna				18,67	18.668,38	0,33162	331,62	23,65	19	19.000,00	0,02719%
AZIENDA USL di REGGIO EMILIA				9,33	9.334,19	0,66581	665,81	47,49	10	10.000,00	0,01431%
AZIENDA Osp. di PARMA				4,67	4.667,09	0,33291	332,91	23,75	5	5.000,00	0,00716%
AZIENDA USL di PARMA				4,67	4.667,09	0,33291	332,91	23,75	5	5.000,00	0,00716%
COMUNE DI FERRARA				4,67	4.667,09	0,33291	332,91	23,75	5	5.000,00	0,00716%
Totale	65.526	100%	65.526.000,00	4.348,80	4.348.798,21	6,2018	6.201,79	442,38	69.881,00	69.881.000,00	100%

8. RISULTATI EMERSI DALLA VALUTAZIONE OPERATA DAGLI AMMINISTRATORI.
RAPPORTO DI CAMBIO

---SSS---

Nell'esecuzione dell'incarico attesto:

- di aver esaminato tutta la documentazione sopra riportata;
- di aver rilevato l'applicazione di criteri che non presentano differenze rispetto a quelli utilizzati per la stesura dei corrispondenti documenti delle Società. I metodi di valutazione sono applicati in modo uniforme;
- di aver verificato le valutazioni compiute dagli amministratori, con particolare riferimento alle "normalizzazioni" operate, nonché mediante raffronto tra i bilanci di esercizio predisposti dalle Società in applicazione dei principi contabili internazionali IAS/IFRS.

Il mio esame della stima prodotta non ha evidenziato aree di criticità.

Relativamente ai metodi adottati dagli amministratori, anche sulla base delle indicazioni dell'*advisor*, per la stima del valore delle Società e, quindi, del rapporto di cambio, ho svolto un esame critico dei metodi seguiti, raccogliendo elementi utili per accertare che tali metodi fossero tecnicamente idonei, nelle specifiche circostanze, a determinare il rapporto di cambio, preservando il criterio dell'omogeneità, ma anche della appropriatezza valutativa.

Ho, inoltre, svolto le seguenti procedure:

- verifica della completezza e dell'omogeneità delle motivazioni addotte dagli amministratori in ordine ai metodi valutativi adottati nella determinazione del rapporto di cambio;
- verifica che i metodi di valutazione fossero applicati in modo uniforme;
- verifica della coerenza dei dati utilizzati rispetto alle fonti di riferimento e alla

della Società con organizzazione e gestione improntata tendenzialmente al pareggio di bilancio da raggiungersi attraverso una progressiva aderenza delle tariffe praticate ai costi diretti e indiretti anche attraverso il conguaglio positivo/negativo sui costi imputabili alle attività prestate per i singoli soci (cd conguaglio consortile necessario al fine di rispettare la condizione in base alla quale i corrispettivi dovuti alla S.p.A. consortile non possono superare i costi imputabili alle prestazioni di servizi ricevute né possono essere inferiori, al fine del mantenimento dell'equilibrio economico della S.p.A. consortile medesima), di applicare alla valutazione di LEPIDA, quale metodo principale, il Metodo Patrimoniale, utilizzando, quale metodo di controllo, il metodo misto Patrimoniale-Reddittuale sulla consapevolezza che pur trattandosi di società consortile senza scopo di lucro essa può comunque realizzare, attraverso una marginale attività verso terzi, utili di esercizio (anche se non distribuibili) per sostenere l'attività e gli investimenti sociali limitando conseguentemente la contribuzione annuale dei soci destinata a far fronte a tali spese ».

Nella relazione di CUP 2000 l'Organo Amministrativo ha rilevato « che CUP 2000 è società in-house che espleta le proprie attività quasi esclusivamente nei confronti degli enti pubblici soci o nei confronti degli enti, aziende e società dipendenti o controllati dagli enti pubblici soci, e pertanto dell'esclusività e strumentalità dell'attività societaria rispetto alle finalità istituzionali degli enti soci; - che sia lo Statuto di CUP2000 sia la Convenzione di diritto pubblico sottoscritta dai Soci prevedono specifiche clausole volte a salvaguardare la natura pubblica del capitale, stabilendo precisi limiti alla circolazione delle azioni; - CUP 2000 ha recentemente assunto natura giuridica di società consortile per azioni formalizzando e rafforzando in questo modo l'assenza di scopo di lucro della Società la cui organizzazione e gestione è improntata al pareggio di bilancio da raggiungersi attraverso una progressiva aderenza delle tariffe praticate ai costi diretti e indiretti anche attraverso il conguaglio positivo/negativo sui costi imputabili alle attività prestate per i singoli soci (cd conguaglio consortile necessario al fine di rispettare la condizione in base alla quale i corrispettivi dovuti alla S.p.A. consortile non possono superare i costi imputabili alle prestazioni di servizi ricevute né possono essere inferiori, al fine del mantenimento dell'equilibrio economico della S.p.A. consortile medesima)di applicare alla valutazione di una società consortile priva dello scopo di lucro quale è attualmente CUP 2000.....»

quale metodo principale, il Metodo Patrimoniale, utilizzando, quale metodo di controllo, il metodo misto Patrimoniale-Reddituale sulla consapevolezza che pur trattandosi di società consortile senza scopo di lucro essa può comunque realizzare, attraverso una marginale attività verso terzi, utili di esercizio (anche se non distribuibili) per sostenere l'attività e gli investimenti sociali limitando conseguentemente la contribuzione annuale dei soci destinata a far fronte a tali spese».

A ben vedere, tuttavia, non sempre e non solo alla omogeneità del criterio adottato deve aversi riguardo, ma anche alla sua appropriatezza in relazione agli effetti che ne derivano (18).

La teoria della valutazione di un'azienda, intesa come modello sulla cui base guidare il processo di attribuzione di un valore economico al suo capitale proprio, è considerata uno dei temi più importanti dell'economia aziendale.

Da tempo, sia la più autorevole letteratura accademica, sia la pratica finanziaria, hanno individuato vari approcci alla valutazione.

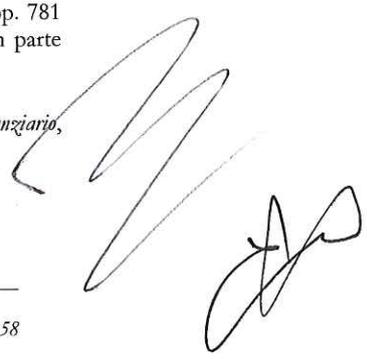
Nella prassi e nella manualistica, specie quella più recente (19), ricorre sovente l'affermazione che, tra i vari metodi, quelli più attendibili, più "esatti" e scientificamente fondati sono quelli basati sui flussi finanziari.

Nella Guida alla Valutazione pubblicata dalla Borsa Italiana (20) si legge infatti che «è ormai opinione diffusa nei mercati finanziari che un'azienda possa essere valorizzata sulla base dei flussi di cassa che produrrà in futuro; in Italia tuttavia, all'interno del dibattito che si è evoluto nel tempo sul concetto di valore, si sono riscontrati storicamente approcci diversi e per anni si è mantenuta una certa distanza concettuale dall'idea che il valore di un'impresa fosse strettamente collegato ai flussi di cassa».

¹⁸ Cfr. Guatri – Bini, *Nuovo trattato sulla valutazione delle aziende*, Univ. Bocconi editore, Milano, 2005, pp. 781 ss.; Caratozzolo, *I bilanci straordinari*, 2° ed., Giuffrè, Milano, 2009, 440 ss.; ma v. per un'opinione in parte contraria Guatri – Uckmar, *Linee guida per le valutazioni economiche*, Egea, 2009, 92 ss.

¹⁹ Cfr. *ex multis* Massari e Zanetti, *Valutazione – Fondamenti Teorici e Best Practice nel Settore Industriale e Finanziario*, II ediz., McGraw-Hill, Milano, 2008.

²⁰ <http://www.borsaitaliana.it/azioni/comc-quotarsi/guide/guida-alla-valutazione.htm>.



In numerosi manuali ⁽²¹⁾ si leggono analoghe affermazioni, che accreditano i metodi basati sui flussi come quelli più attendibili ⁽²²⁾.

In realtà, recenti contributi ⁽²³⁾ hanno tuttavia dimostrato che l'approccio previsionale si fonda su un presupposto molto fragile ⁽²⁴⁾: semplicemente non è dato, infatti, conoscere il futuro.

Il fatto che nei settori della c.d. *hard science* – che ha ad oggetto realtà per lo più governate da principi deterministici o comunque pacificamente caratterizzate da variabili distribuite secondo modelli gaussiani – sia comunemente accettata la formulazione di previsioni (es.: il futuro corso di un'orbita planetaria, la caduta di un grave) ovvero la misurazione probabilistica di un risultato atteso (es. il gioco d'azzardo), non significa affatto che i medesimi modelli previsionali siano acriticamente trasportabili in altri settori, specie nelle scienze sociali.

Il mondo economico è caratterizzato, al contrario, da una radicale impossibilità di formulare previsioni scientificamente fondate: non solo secondo le tesi radicali dei filosofi che sottolineano la generale fallacia del ragionamento induttivo ⁽²⁵⁾, ma soprattutto

²¹ *Ex multis* cfr. Massari, *Guida alla Valutazione*, 2004, cit. a nota prec.; Brealey, Myers, Allen e Sandri, *Principi di finanza aziendale*, McGrawHill, 2010, p. 120 ss. Mostrano maggiore scetticismo sulla affidabilità dei metodi finanziari, privilegiando il metodo reddituale, Guatri e Uckmar, *Linee guida per le valutazioni economiche*, Egca, 2009, pp. 62 ss., testo e note.

²² E ciò, si noti, mentre lo standard internazionale IVS 200 *Businesses and business interests* pone sullo stesso piano l'approccio di mercato (§§ C15 e ss.) e l'approccio basato sui flussi (§§ C22 e ss.).

²³ Il riferimento obbligato è a Taleb, *Black swan*, II ediz., ampliata con il saggio *On Robustness and Fragility*", NY, 2010; ma v. anche Triana, *Lecturing birds on Flying*, Hoboken, 2009; Mandelbrot, *The (Mis)Behavior of Markets*, NY, 2005. Tale forma di scetticismo è condivisa, e non da oggi, anche da una parte autorevole della dottrina statunitense in materia di *accounting*: cfr. Rosenfield, *Contemporary issues in financial reporting*, cit.; Schuetze e Wolnizer, *Mark-to-market Accounting: "True North" in Financial Reporting*, Abigdon/New York, 2003. Oltre vent'anni fa fu osservato ironicamente che «not even the most accomplished clairvoyants have ever learned anything from observing the future or by taking their clues for present action from the future [...] the past is the only segment available for observation» (Devine, *essays in accounting theory*, vol. I, American Accounting Association, Sarasota, 1985, p. 25).

²⁴ Il tema della fragilità è sviluppato in modo articolato ed approfondito da Taleb nel suo ultimo lavoro (*Antifragile*, cit.).

²⁵ *Ex multis* Popper, *Miseria dello storicismo*, Feltrinelli, 2003; Russell, *The problems of philosophy – new century edition*, con il celebre apologo del pollo (ch. VI, loc. 659 e ss. dell'edizione Kindle).

perché la vita economica si svolge nel contesto del c.d. quarto quadrante ⁽²⁶⁾ in cui i tradizionali strumenti di analisi del rischio si rivelano inadeguati.

Allo stesso modo, sono stati avanzati dubbi sulla attendibilità dei risultati ottenuti mediante l'applicazione del CAPM (*Capital Asset Pricing Model*), come tutte le valutazioni economiche fondate su modelli di distribuzione gaussiana e sulla EMH (*Efficient Market Hypothesis*), assunti radicali sulla cui validità empirica il dibattito è lungi dall'essere concluso ⁽²⁷⁾.

Del resto, con riferimento alla valutazione operata con il metodo DCF lo stesso – indiscutibilmente autorevolissimo – Autore che ne ha elaborato i più solidi fondamenti è limpido nell'affermare espressamente ⁽²⁸⁾ che nella elaborazione delle previsioni funzionali all'applicazione del metodo DCF non è corretto impiegare proiezioni basate su regressioni calcolate sui dati storici, ma è più corretto impiegare le proiezioni degli analisti finanziari o i piani aziendali elaborati dalla direzione aziendale ⁽²⁹⁾.

La dottrina italiana ha del resto precisato che quando un piano aziendale non esiste o non è credibile, è da escludere (salvo in rare situazioni) che l'esperto possa elaborarlo direttamente ⁽³⁰⁾.

²⁶ Taleb, *The Fourth Quadrant: A Map Of the Limits Of Statistics*, consultabile sul sito http://www.edge.org/3rd_culture/taleb08/taleb08_index.html; Id., *Errors, Robustness, and the Fourth Quadrant*, International Journal of Forecasting, 2009, 25.

²⁷ Cfr. senza alcuna pretesa di completezza gli A. indicati nelle note che precedono, in specie gli scritti di Nicholas Nassim Taleb e Benoit Mandelbrot, dei quali v. anche Taleb e Mandelbrot, *È ora di investire nei frattali*, il Sole 24 Ore del 9.10.2006, p. 35. Illuminante l'osservazione di Fox, *The myth of the rational market*, NY, 2009, per cui una cosa è impiegare un'ipotesi come la EMH nel contesto disciplinare in cui è nata, in cui ogni membro della comunità scientifica ne conosce pro, contro e limiti; ben altra cosa trasportarla in altri contesti, perché nel passaggio di "trapianto" si perde per strada ogni spirito critico.

²⁸ Damodaran, *Damodaran on valuation: security analysis for investment and corporate finance*, Kindle edition, loc. 2639 e ss.; già nell'edizione del 1996 (Damodaran, *Investment valuation*, Wiley & Sons, pp.285 e ss l'A. sottolinea le difficoltà di stimare i tassi di crescita delle società private e l'inaffidabilità delle proiezioni dei dati storici per tali società (cfr. anche l'edizione italiana Damodaran, *Finanza aziendale*, Apogeo, 2001, pp. 597 ss.).

²⁹ Si noti che sul piano epistemologico l'adozione di proiezioni elaborate da terzi può giustificarsi in modo più razionale che non la formulazione in proprio di ipotesi sul futuro. Una previsione è, per chi la formula, una mera creazione mentale, un giudizio sul possibile futuro, come tale privo di qualunque consistenza reale (se si eccettua quella neurologica che oggi le neuroscienze hanno l'ambizione di misurare). La previsione formulata (e comunicata) da altri è, invece, per chi la apprende, un fatto storico, e quindi può contenere un'informazione.

³⁰ Così Guatri e Bini, *Impairment – 1 Il valore potenziale controllabile*, Egea-Bocconi, 2003, p.20. Cfr. anche Guatri, *Trattato*, cit., p. 104.



In secondo luogo anche Damodaran ⁽³¹⁾ riconosce pacificamente che la stima dei flussi attesi e più in generale le valutazioni prospettiche di una *private company* è molto meno attendibile di quella di una grande *listed corporation*, ed è quindi necessaria molta maggiore attenzione nel primo caso per formulare ipotesi sulle previsioni dei tassi di crescita.

8.2 Sulla scelta del metodo patrimoniale

Gli amministratori hanno adeguatamente motivato la scelta del solo metodo patrimoniale e del metodo di controllo il Metodo Misto Patrimoniale Reddituale con stima autonoma dell'avviamento.

Alla luce delle circostanze concrete, ed in particolare da una parte della limitazione della base informativa, e dall'altra della sostanziale omogeneità delle due Società, tale scelta risulta coerente ed appropriata, come meglio illustrerò nel paragrafo successivo.

8.3 Sulla adeguatezza del metodo di stima prescelto

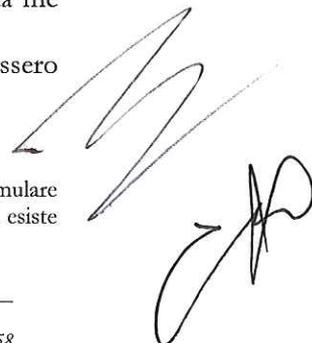
Ritengo adeguato il metodo di valutazione prescelto dagli amministratori.

Come ho avuto modo già di evidenziare, l'aver adottato un metodo condiviso dai soci ⁽³²⁾ costituisce, di per se, ragione sufficiente a giustificare e sorreggere da sola la scelta compiuta dagli amministratori.

Nondimeno, considerata la diffidenza che buona parte dell'ambiente teorico delle scienze aziendali nutre per i metodi patrimoniali, e per il metodo patrimoniale semplice in particolare, ho ritenuto di non limitarmi a tale, pur assorbente constatazione, ed ho proceduto alla ricerca dei motivi che nel quadro delle costruzioni teoriche – pur da me non condivise – che assegnano priorità alle metodologie basate sui flussi potessero

³¹ Cfr. rife. a nota prec.

³² E, si aggiunga, da soci che dispongono delle competenze e delle informazioni necessarie a formulare un'opinione tecnico-professionale al riguardo, per i quali quindi – come indicato al paragrafo 1.2 – non esiste un particolare *need of protection* legato ad asimmetrie informative o conoscitive.



giustificare il ricorso al metodo patrimoniale semplice.

Gli amministratori hanno fondato tale giustificazione principalmente nella natura delle società partecipanti alla fusione (società *in house* che espleta le proprie attività quasi esclusivamente nei confronti degli enti pubblici soci) per cui è da ritenersi corretto quello applicato ⁽³³⁾ in quanto trattasi di società in cui è mediata la natura privatistica con l'interesse pubblico.

Nel caso di specie il metodo patrimoniale si rivela appropriato in quanto:

- gli elementi dell'attivo e del passivo delle due Società sono rappresentati, per la gran parte da grandezze numerarie ⁽³⁴⁾, che ben si prestano ad essere espresse nel loro valore di iscrizione nel bilancio d'esercizio ⁽³⁵⁾ considerato anche che i criteri di valutazione dettati dal d.lgs. n. 87/92 impongono la valutazione delle attività non immobilizzate a valori di prevedibile realizzo;

- la valutazione delle due società è stata operata in un'ottica *stand alone*, prescindendo cioè dalle sinergie potenziali derivanti dalla fusione che, pur avendo un significato strategico per la potenziale generazione di valore incrementale, non hanno influito sulla definizione del valore relativo delle due Società ai fini della determinazione del rapporto di cambio.

In altre parole, la scelta di valutare ciascuna società «*as is*» comporta inevitabilmente una valutazione di tipo statico, con la connessa perdita di rilevanza di proiezioni di flussi reddituali o finanziari riferibili ad un assetto organizzativo ed imprenditoriale destinato a cessare per effetto delle integrazioni che deriveranno dalla fusione.

³³ Si tratta, in buona sostanza, dell'argomento *faute de mieux*.

³⁴ Seppur non certe, bensì assimilate, essendo necessario soprattutto per la valutazione dei crediti operare stime in ordine al presumibile valore di realizzo.

³⁵ Anche lo standard internazionale IVS200 ammette, al § C14, la valutazione mediante il c.d. *net asset approach*, per alcune particolari tipologie di aziende, ancorché menzioni espressamente solo le società di investimento e le società *holding* ed abbia cura di precisare che «*this is not a valuation approach in it's own right*», giacché dipende dai criteri di valutazione adottati nella stima dei singoli elementi del patrimonio..

8.4 Sulla corretta applicazione del metodo di stima prescelto

Ho verificato in concreto le modalità di applicazione del metodo patrimoniale, in relazione ai documenti contabili messi a mia disposizione, alle informazioni di cui ho potuto disporre, alle metodologie di normalizzazione impiegate, valutando tali modalità applicative alla luce dei corretti principi di valutazione e delle specifiche regole contrattuali stabilite dall'accordo quadro sottoscritto dai soci.

Ritengo che gli amministratori abbiano applicato correttamente il metodo patrimoniale prescelto nella valutazione di entrambe le società e, conseguentemente, nel calcolo del rapporto di cambio.

9. LIMITI SPECIFICI INCONTRATI NELL'ESPLETAMENTO DEL PRESENTE INCARICO

---§§§---

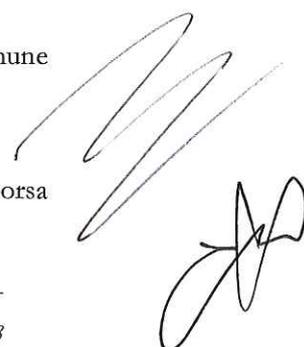
La relazione dell'esperto ex art. 2501-*sexies* c.c. è funzionale, tra l'altro, a assicurare i soci sulla «congruità» del rapporto di cambio, tale congruità non può che essere valutata alla luce di un parametro esterno che, almeno in prima approssimazione, deve essere costituito dalle opinioni più accreditate nella comunità scientifica di riferimento.

Per tali ragioni ho dovuto esaminare la scelta del metodo patrimoniale che *nel caso specifico* risulta correttamente adottato alla luce dei criteri comunemente impiegati nella prassi ed alla luce delle opinioni scientifiche più generalmente diffuse.

Nell'espletamento del mio incarico ho poi incontrato le problematiche generalmente ricorrenti nell'ambito di processi valutativi analoghi.

In merito alle principali limitazioni e difficoltà valutative incontrate si segnala in particolare che:

- il metodo di valutazione utilizzato dagli amministratori e dal consulente comune non ha comportato l'utilizzo di dati previsionali;
- il metodo valutativo applicato non impiega parametri relativi a quotazioni di Borsa



né previsioni del *management* aziendale o di analisti finanziari esterni, contenendo così il rischio di elevata volatilità legato a tali *input* valutativi;

- stante l'applicazione di un unico metodo omogeneo, che ha identificato un singolo valore puntuale di stima dei rispettivi patrimoni delle due Società, non sono emerse le difficoltà che usualmente si incontrano quando si deve articolare la scelta del rapporto di cambio nell'ambito di un intervallo determinato dalle oscillazioni dei valori;

Le suddette limitazioni e difficoltà sono state da me tenute in attenta considerazione ai fini dell'emissione della presente relazione.

10. CONCLUSIONI

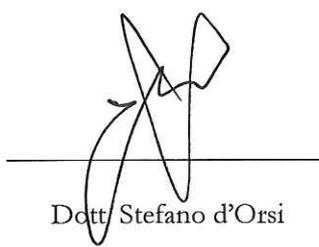
---SSS---

Sulla base della documentazione esaminata e delle procedure sopra indicate, e tenuto conto della natura e portata del lavoro svolto come illustrato nella presente relazione, ritengo che il metodo di valutazione adottato dagli amministratori di CUP 2000 e di LEPIDA, anche sulla base delle indicazioni del consulente comune, sia adeguato, in quanto nella circostanza ragionevole e non arbitrario, e che lo stesso sia stato correttamente applicato ai fini della determinazione del rapporto di cambio contenuto nel Progetto di fusione.

Pertanto, **il rapporto di cambio** fissato nelle due ipotesi prospettate è da ritenersi CONGRUO.

L'opinione come sopra espressa costituisce il mio sereno ed obiettivo convincimento, da intendersi reso nei limiti di quanto oggetto del quesito, e maturato sulla scorta dell'esame degli atti e documenti fornitimi.

In fede.


Dott. Stefano d'Orsi



TRIBUNALE UNIFICATO DI BOLOGNA

VOLONTARIA GIURISDIZIONE

REGISTRO CRONOLOGICO n. 8784



L'anno 2018 il giorno 17 del mese di luglio nella sede del Tribunale di Bologna avanti il sottoscritto Funzionario è comparso:

il Dott. Stefano d'Orsi, nato a San Severo (FG) il giorno 17 agosto 1966, domiciliato in San Lazzaro di Savena (BO), Via Salvo D'Acquisto n. 4, C.F.: DRS SFN66M17 I158 N, iscritto all'Albo dei Dottori Commercialisti di Bologna al n. 1066/a, identificato da Carta di Identità n. AU8687009 rilasciata dal Comune di San Lazzaro di Savena (BO) in data 27 GENNAIO 2014, richiedendo di asseverare con giuramento la sopraestesa relazione.

Il perito, diffidato ai sensi di legge, presta giuramento pronunciando le parole:

"Giuro di avere bene e fedelmente proceduto nelle operazioni che mi sono state affidate al solo scopo di far conoscere ai giudici la verità".

Letto, confermato e sottoscritto.

Il Funzionario