



COMUNE DI GENOVA

172 0 0 - DIREZIONE PARTECIPATE
Proposta di Deliberazione N. 2017-DL-80 del 14/03/2017

AUTORIZZAZIONE ALLA VENDITA DELLE AZIONI METROWEB (15%) DETENUTE DA ASTER S.P.A. MEDIANTE NEGOZIAZIONE DIRETTA CON UN SINGOLO ACQUIRENTE.

Il Presidente pone in discussione la proposta della Giunta al Consiglio Comunale n. 19 in data 16 marzo 2017;

Su proposta del Sindaco Marco Doria e dell'Assessore alle Partecipate Francesco Miceli;

Premesso che:

- Aster S.p.A. (100% Comune) detiene il 15% del capitale sociale di Metroweb Genova S.p.A., e che il restante 85% appartiene a Metroweb Italia S.p.A.
- Metroweb Genova ha per oggetto sociale l'esercizio delle seguenti attività:
 - a. "la progettazione, l'installazione, la manutenzione, l'attivazione e la messa a disposizione di terzi, l'acquisto, la vendita e la permuta di reti per telecomunicazione anche in fibra ottica; la produzione, l'installazione, la manutenzione di apparecchiature per la connessione delle reti e la gestione del traffico; la promozione di sistemi elettronici per comunicazione e dei relativi apparati degli uni e degli altri;
 - b. lo sviluppo, la realizzazione, la manutenzione e la commercializzazione di software in genere e finalizzato al miglior raggiungimento degli scopi indicati al paragrafo precedente."
- Metroweb Genova S.p.A., con sede in Genova Via San Vincenzo 2, ha un capitale sociale di € 7.900.000,00 diviso in azioni del valore nominale di € 1,00 ed un patrimonio netto al 31/12/2015 pari ad € 17.179.710,00; risulta in attività dal 2000 ed ha n. 6 dipendenti al 31/12/2015.

Premesso altresì che:

- Il Gruppo Metroweb Italia è divenuto recentemente di interesse per un grande gruppo nazionale ed internazionale come Enel che, in partnership con Cassa Depositi e Prestiti, in data 4 agosto 2016 ha raggiunto un accordo vincolante per l'acquisto del Gruppo. Tale acquisizione verrà realizzata mediante la società di scopo Open Fiber, che sarà controllata pariteticamente dai due partner ENEL S.p.A. e da CDP Equity S.p.A. (holding di partecipazioni del Gruppo Cassa Depositi e Prestiti istituto nazionale di promozione, il cui obiettivo è lo sviluppo dell'economia italiana).

- In questo contesto è stato definito un percorso di semplificazione societaria che prevede la fusione di tutte le società del Gruppo Metroweb in Open Fiber S.p.A., per garantire una governance unitaria e semplificata della nuova realtà, coerente con le necessità operative e gli ingenti impegni finanziari dei prossimi anni.
- Sono già state adottate, e ritualmente iscritte al Registro Imprese in data 24/01/2017, le delibere societarie di fusione per incorporazione in Open Fiber S.p.A. rispettivamente di Metroweb S.p.A. e di Metroweb Genova S.p.A.
- Il progetto di fusione approvato dall'assemblea degli azionisti di Metroweb Genova S.p.A. prevede che l'atto di fusione contempli l'incorporazione di quest'ultima solo nel caso in cui le relative azioni siano interamente possedute da Metroweb S.p.A. La stipula dell'atto di fusione è prevista entro il 27 marzo 2017.
- La strategia del gruppo vede la creazione di un player infrastrutturale, che si occupi della realizzazione, gestione e manutenzione della rete in fibra ottica con la tecnologia Fiber to the Home (FTTH), in grado di garantire una connessione ultra veloce su tutto il territorio nazionale italiano.
- Tale scelta strategica risponde agli obiettivi previsti dall'Agenda Digitale Europea e dalla strategia italiana per la banda ultra larga. Un piano che intende colmare le carenze infrastrutturali del nostro Paese anche al fine di recuperare competitività.

Dato atto che:

- Aster S.p.A., società in controllo e coordinamento da parte del Comune di Genova ai sensi dell'art. 2497 c.c., e società in house ai sensi dell'art. 16 del D. Lgs. n.175 del 19/08/2016 (di seguito T.U.S.P), ha ricevuto una Manifestazione d'interesse dal Gruppo Metroweb Italia volto ad acquisire la partecipazione azionaria detenuta da Aster in Metroweb Genova.
- Aster, con nota 1077 del 29 novembre 2016, ha formalizzato richiesta alla Civica Amministrazione circa le determinazioni che intendesse assumere, con le conseguenti linee di indirizzo, per consentire ad Aster di avviare l'iter necessario volto all'eventuale alienazione delle quote azionarie.
- Con deliberazione n. 313 del 22/12/2016, la Giunta Comunale, al fine di sottoporre al Consiglio la proposta sulla cessione della partecipazione corredata da ogni elemento utile alla decisione, ha espresso i propri indirizzi, stabilendo che ASTER provvedesse a:
 - aggiornare la valutazione della propria partecipazione;
 - verificare la congruità del prezzo offerto in relazione alla suddetta valutazione;
 - verificare e dimostrare la convenienza economica complessiva dell'operazione, anche in relazione alla perdita del dividendo;
 - verificare la sussistenza delle condizioni per coniugare la cessione della partecipazione con l'elaborazione e la sottoscrizione di accordi di collaborazione con Metroweb nei progetti di investimenti cittadini, anche con la possibilità di ASTER di attivare rapporti di committenza.
- Con nota prot. n. 82459 del 09/03/2017 (agli atti della Direzione Partecipate) Metroweb S.p.A. ha comunicato ad Aster di aver rivisto al rialzo la propria valutazione proponendo l'acquisto

della partecipazione da quest'ultima detenuta in Metroweb Genova S.p.A. per un controvalore pari a d euro 5.150.000 anziché euro 5.000.000 (come da offerta iniziale). Garantendo inoltre che l'acquisto verrà perfezionato a seguito dello stacco dei dividendi relativi all'esercizio 2016 già maturati.

- La proposta indicata è subordinata al perfezionamento del progetto di acquisizione della partecipazione in tempo utile per l'attuazione della fusione è cioè entro il 24 marzo 2017. Scaduto tale termine senza che venga perfezionata l'acquisizione della partecipazione la proposta decade e perde ogni effetto.

Considerato quanto disposto dal D. Lgs. 19 agosto 2016 n. 175, emanato in attuazione dell'art. 18, legge 7 agosto 2015 n. 124, che costituisce il nuovo Testo unico in materia di Società a partecipazione Pubblica (T.U.S.P.).

Visto che ai sensi del predetto T.U.S.P. (cfr. art. 4, c.1) le Pubbliche Amministrazioni, ivi compresi i Comuni, non possono, direttamente o indirettamente, mantenere partecipazioni, anche di minoranza, in società aventi per oggetto attività di produzione di beni e servizi non strettamente necessarie per il perseguimento delle proprie finalità istituzionali.

Dato atto che l'attività svolta dalla società, non rientra tra le attività di cui all'art. 4 del citato decreto in quanto finalizzata alla realizzazione di progetti strategici di interesse nazionale, nel campo delle telecomunicazioni (digitalizzazione del paese e sviluppo della banda ultralarga), materia che non rientra tra le funzioni istituzionali dell'Ente Locale, e che travalica i limiti territoriali della comunità locale amministrata ed i relativi interessi; anche in considerazione degli ingenti investimenti richiesti con riguardo alle misure e gli interventi da attuare, che l'ente locale non è in grado di sopportare/finanziare.

Considerato che:

- L'offerta, anche in considerazione dell'interesse dell'azionista maggioritario ad acquisire il controllo totale della partecipazione, consente di beneficiare di una valutazione che condivide con la minoranza un premio pagato dall'azionista di controllo.

- La proposta corrisponde ad una valorizzazione della partecipazione detenuta da Aster ad un multiplo pari a 10 x il margine operativo lordo di Metroweb Genova S.p.A., multiplo ben superiore a quello usualmente utilizzato per la valutazione di partecipazioni di minoranza con diritti di governance limitati, in società infrastrutturali di ambito locale.

- Il valore storico d'acquisto della partecipazione ammonta ad Euro 1.185.000,00; mentre il valore della frazione di Patrimonio Netto corrispondente alla partecipazione detenuta risulta pari ad Euro 2.576.956,50 con riferimento al 31/12/2015 (ultimo bilancio approvato); l'attuale introito per dividendi si aggira intorno ai 200.000,00 Euro annui.
- La valutazione aggiornata della partecipazione di Aster in Metroweb Genova, redatta ed asseverata dal perito in data 14/03/2017 (allegato A), ammonta ad Euro 4.900.000,00; alla luce di tale perizia il valore offerto da Open Fiber risulta senza dubbio congruo.
- L'esito dell'istruttoria effettuata in data 13/03/2017 dal Consiglio di Amministrazione della società ASTER (allegato B), in conformità ai criteri ed alle prescrizioni indicati dal Socio

Comune di Genova con DGC n. 313/2016, dà dimostrazione della *convenienza economica dell'operazione, con particolare riferimento alla congruità del prezzo di vendita*. In particolare si evidenzia in tale relazione come “Aster realizzerà una plusvalenza che al netto della tassazione (peraltro agevolata) ammonterà a circa 4 mln di Euro”, e che tale “plusvalenza corrisponde all’attualizzazione, per più di 20 anni, dei mancati eventuali futuri dividendi”; al contrario, in caso di mancata alienazione della partecipazione, “gli investimenti che sono necessari a questo business, almeno nei primi anni di esercizio, faranno limitare, se non addirittura bloccare, la distribuzione di dividendi”.

Considerato altresì che:

- Il limitato peso della partecipazione detenuta (15%), già oggi non consente l’esercizio di un voto determinante sulle principali materie in assemblea (di carattere ordinario e straordinario, quale approvazione progetto di bilancio e destinazione degli utili).
- A seguito del completamento dell’operazione di integrazione del gruppo Metroweb in Open Fiber, ASTER verrebbe a detenere una partecipazione ancora più ridotta, con un peso destinato a divenire esiguo se si tiene conto dell’impossibilità di quest’ultima a partecipare agli ingenti investimenti che il piano nazionale per la banda larga necessariamente richiede, con conseguente impossibilità di partecipare alla definizione delle decisioni strategiche aziendali.

Considerato, in ultimo, che:

- L’eventuale cessione della partecipazione indiretta in Metroweb Genova da parte dell’Ente non è preclusiva all’attività di propulsione da parte del Comune allo sviluppo della Banda Ultra Larga nel Comune di Genova in quanto è volontà di Open Fiber dare un forte impulso allo sviluppo della rete FTTH a Genova, anche in ragione del Protocollo d’Intesa già siglato con il Comune con deliberazione di Giunta Comunale n. 315/2016.
- La Città di Genova è stata selezionata tra le prime 10 città che verranno cablate nell’ambito del Piano Nazionale, con l’obiettivo di raggiungere in tre anni, a partire dal 2017, circa 260.000 unità abitative (pari all’80% di quelle presenti sul territorio comunale), con un investimento previsto in oltre Euro 60 mln.
- Il progetto di investimento di Open Fiber prevede, come sancito nell’accordo stabilito per lo sviluppo di una rete in fibra ottica nel Comune di Genova stipulato tra il Comune e Metroweb Italia S.p.A. in data 22 dicembre 2016 (DGC 315/2016) la massimizzazione dell’utilizzo delle infrastrutture esistenti sul territorio ivi incluse quelle di proprietà di ASTER S.p.A. qualora idonee alla posa della fibra ottica, anche al fine di ridurre l’impatto delle attività di realizzazione della rete per la cittadinanza, minimizzando le attività di scavo ed i conseguenti disagi.
- A seguito dei contatti intercorsi con ASTER S.p.A., sono state inoltre avviate le prime valutazioni ed attività di sperimentazione volte alla definizione delle modalità operative più adeguate per dare attuazione alla collaborazione tra Open Fiber e ASTER, che potrebbe riguardare anche la fornitura di determinati servizi a Open Fiber (quali la progettazione ed il coordinamento lavori).

Considerato ancora che, in caso di vendita della partecipazione, le risorse finanziarie derivanti dal realizzo dell'investimento potranno essere destinate a più proficui utilizzi a beneficio della cittadinanza, continuando peraltro a beneficiare di una collaborazione con Metroweb nei progetti di investimento cittadini sulla base di accordi convenzionali.

Ritenuto pertanto sussista l'interesse dell'Amministrazione a valutare la proposta di acquisto da parte Metroweb S.p.A. del 15 % di Metroweb Genova detenuta da ASTER S.p.A. prevedendo che la cessione della partecipazione in Metroweb Genova possa essere coniugata con l'elaborazione e la sottoscrizione di accordi che prevedano la collaborazione tra Metroweb e il Comune di Genova nei progetti di investimento cittadini anche con la possibilità per ASTER di attivare rapporti di committenza e sinergia.

Considerato che tale cessione anticipa e si inquadra nel più ampio processo di aggiornamento del Piano di razionalizzazione di cui all'art. 24, comma 1, del decreto legislativo 175/2016, non rientrando l'oggetto sociale di Metroweb Genova tra le attività di cui all' art. 4, comma 2, del citato decreto, e pertanto si rendono applicabili le disposizioni di cui all'art. 20 comma 6.

Visto l'art. 10, comma 2, del T.U.S.P. Partecipate che dispone *“L'alienazione delle partecipazioni è effettuata nel rispetto dei principi di pubblicità, trasparenza e non discriminazione. In casi eccezionali, a seguito di deliberazione motivata dell'organo competente ai sensi del comma 1, che dà analiticamente atto della convenienza economica dell'operazione, con particolare riferimento alla congruità del prezzo di vendita, l'alienazione può essere effettuata mediante negoziazione diretta con un singolo acquirente. È fatto salvo il diritto di prelazione dei soci eventualmente previsto dalla legge o dallo statuto.”*

Visto lo statuto sociale della società Metroweb Genova S.p.A. che prevede, all'art. 2.13, il diritto di prelazione dei soci all'acquisto delle azioni oggetto di trasferimento.

Considerato che risultano esistere tutte le condizioni previste dall'art. 10 in quanto:

- L'operazione è conveniente economicamente poiché l'offerta di euro 5.150.000 è superiore al valore di perizia asseverata dal Tribunale che valorizza la partecipazione ad euro 4.900.000; il valore offerto è indubbiamente congruo rispetto al valore periziato. Inoltre verranno corrisposti i dividendi relativi all'esercizio 2016. In ultimo, come dichiarato dallo stesso Consiglio di Amministrazione di ASTER, la società realizzerà una plusvalenza che al netto della tassazione (peraltro agevolata) ammonterà a circa 4.000.000. La plusvalenza corrisponde all'attualizzazione, per più di 20 anni, dei mancati eventuali futuri dividendi (valore medio pari ad euro 220.000 l'anno) che l'azienda ha percepito ogni anno a seguito della distribuzione dell'utile Metroweb Genova. Tali dividendi per contro sarebbero potuti venire meno in ragione degli investimenti necessari alla società.
- Si tratta di un caso eccezionale in relazione alla convenienza economica dell'offerta ed alla necessità di rispettare i tempi di perfezionamento dell'acquisto fissati dall'offerente entro il 24 marzo 2017. Scaduto tale termine la proposta decadrà e perderà ogni effetto.
- Viene fatto salvo il diritto di prelazione dei soci previsto dallo statuto sociale della società Metroweb Genova S.p.A. previsto, all'art. 2.13.

Ritenuto pertanto che:

- L'attività svolta dalla società, non rientra tra le attività di cui all'art. 4 del citato decreto in quanto finalizzata alla realizzazione di progetti strategici di interesse nazionale, nel campo delle telecomunicazioni (digitalizzazione del paese e sviluppo della banda ultralarga), materia che non rientra tra le funzioni istituzionali dell'Ente Locale, e che travalica i limiti territoriali della comunità locale amministrata ed i relativi interessi; anche in considerazione degli ingenti investimenti richiesti con riguardo alle misure e gli interventi da attuare, che l'ente locale non è in grado di sopportare/finanziare.
- Sussiste l'interesse generale alla vendita della partecipazione detenuta da ASTER S.p.A. in Metroweb Genova S.p.A.
- Di autorizzare ASTER S.p.A. alla cessione diretta al singolo acquirente, ai sensi dell'art. 10 comma 2 del T.U.S.P., della citata partecipazione al prezzo di Euro 5.150.000,00.

Tenuto conto del parere espresso dall'organo di revisione ai sensi dell'art. 239, comma 1, lettera b), n. 3) D. Lgs. N. 267/2000.

Visti:

- l'art. 42 comma 2 del D.Lgs. 267/2000;
- gli allegati pareri in ordine alla regolarità tecnica e contabile del presente provvedimento espressi, ai sensi dell'art. 49 primo comma del D.lgs. 267/2000, rispettivamente dal Responsabile del Servizio competente e dal Responsabile di Ragioneria, nonché l'attestazione sottoscritta dal Responsabile del Servizio Finanziario ed il parere di legittimità espresso dal Segretario Generale.

per tutti motivi espressi in premessa che qui integralmente si richiamano,

La Giunta
P R O P O N E
al Consiglio Comunale

1. di dare atto che l'attività svolta dalla società, non rientra tra le attività di cui all'art. 4 del citato decreto in quanto finalizzata alla realizzazione di progetti strategici di interesse nazionale, nel campo delle telecomunicazioni (digitalizzazione del paese e sviluppo della banda ultralarga), materia che non rientra tra le funzioni istituzionali dell'Ente Locale, e che travalica i limiti territoriali della comunità locale amministrata ed i relativi interessi; anche in considerazione degli ingenti investimenti richiesti con riguardo alle misure e gli interventi da attuare, che l'ente locale non è in grado di sopportare/finanziare;
2. di dare atto che sussiste l'interesse generale alla vendita della partecipazione detenuta da ASTER S.p.A. in Metroweb Genova S.p.A.;
3. di autorizzare ASTER S.p.A. alla cessione diretta a singolo acquirente, ai sensi dell'art. 10 comma 2 del T.U.S.P., della citata partecipazione al prezzo di Euro 5.150.000,00;
4. di dare mandato agli amministratori di ASTER S.p.A. ed di compiere tutti gli atti necessari all'alienazione della partecipazione in Metroweb Genova S.p.A. in conformità alle condizioni indicate in premessa;
5. di dare atto che il presente provvedimento è stato redatto nel rispetto della normativa sulla tutela dei dati personali;

6. di trasmettere la presente deliberazione alla competente Sezione Regionale di Controllo della Corte dei Conti;
7. di prevedere la pubblicazione del presente provvedimento sul sito istituzionale dell'Ente nella sezione "Amministrazione Trasparente" ai sensi del D. Lgs. 33/2013 e s.m.i., ed ai sensi del D. Lgs. 175/2016;
8. di dichiarare il presente provvedimento immediatamente eseguibile ai sensi dell'art. 134 del T.U.E.L.



COMUNE DI GENOVA

CODICE UFFICIO: 172 0 0

Proposta di Deliberazione N. 2017-DL-80 DEL 14/03/2017

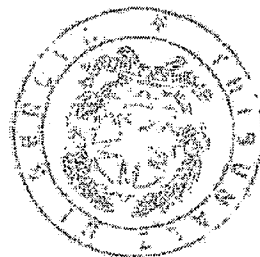
OGGETTO: AUTORIZZAZIONE ALLA VENDITA DELLE AZIONI METROWEB (15%) DETENUTE DA ASTER S.P.A. MEDIANTE NEGOZIAZIONE DIRETTA CON UN SINGOLO ACQUIRENTE.

ELENCO ALLEGATI PARTE INTEGRANTE

Allegato A: Perizia Metroweb

Allegato B: Relazione C.D.A. Convenienza Economica

Il Dirigente
[Dott.ssa Lidia Bocca]

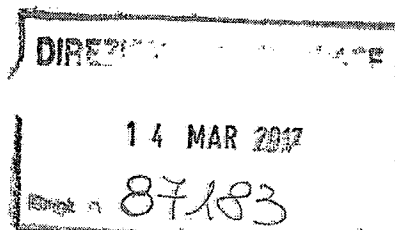


PERIZIA DI VALUTAZIONE

DELLA SOCIETA'

METROWEB

GENOVA



2044/25

DOTT. ALBERTO GALLO - DOTTORE COMMERCIALISTA - REVISORE LEGALE

Indice

PREMESSA (<i>SCOPE OF WORK</i>)	3
SEZIONE I - COSTITUZIONE ED APPREZZAMENTO DELLA BASE INFORMATIVA	5
1.1. Principi etici e di valutazione	5
1.2. Tipologia di lavoro e finalità della stima	6
1.3. Base informativa	7
1.4. Configurazione di valore: il valore negoziale equitativo. Prospettiva di valutazione	9
1.5. Data di riferimento della valutazione	12
SEZIONE II - ANALISI FONDAMENTALE	13
2.1. Analisi documentale	13
2.2. Analisi di contesto	15
2.3. Analisi storica e prospettica	16
2.4. Analisi comparativa e fattori di rischio	18
SEZIONE III - METODICHE DI VALUTAZIONE	21
3.1. Note metodologiche: criteri di valutazione utilizzabili	21
3.1.1. Metodo patrimoniale	22
3.1.2. Metodo reddituale	24
3.1.3. Metodo misto patrimoniale-reddituale	25
3.1.4. Metodo della rivalutazione controllata	26
3.1.5. Metodi finanziari (<i>Discounted Cash Flow</i>)	27
3.1.6. Altri metodi: i multipli di mercato, transazioni comparabili e comparate	29
3.2. Metodo di valutazione utilizzato	31
SEZIONE IV - VALUTAZIONE DELLA PARTECIPAZIONE AL CAPITALE DELL'AZIENDA	32
4.1. Descrizione dei criteri e del metodo di valutazione adottato	32
4.1.1. Valore attuale dei flussi di cassa operativi (OFCF)	36
4.1.2. Il costo medio ponderato del capitale (WACC)	38
4.1.3. Il valore della previsione esplicita	42
4.1.4. Il valore terminale (TV)	42
4.1.5. La posizione finanziaria netta	44
4.2. Valutazione del capitale economico e sintesi valutativa	45
4.3. Conclusioni	46

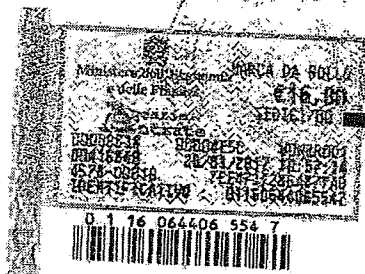


Premessa (Scope of Work)

Il sottoscritto Alberto Gallo, nato a Genova il [REDACTED], codice fiscale [REDACTED], iscritto all'Ordine dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili di Genova al n. 1230/A, e al registro dei revisori legali con ex D.M. 27.07.1999 in GU n. 77 del 28.09.1999 al n. 83237, con studio in Genova, Via XX Settembre, civico 42, V piano, in data 16 gennaio 2017 ha ricevuto dalla società A.S.Ter. S.p.A. l'incarico di procedere alla determinazione del valore della partecipazione pari al 15% del capitale sociale della società Metroweb Genova S.p.A..

Committente: A.S.Ter. S.p.A.	Destinatari: A.S.Ter. S.p.A.
Descrizione dell'incarico: Valore delle azioni di Metroweb Genova S.p.A. detenute da A.S.Ter. S.p.A. ai fini di una futura transazione avente ad oggetto la cessione delle stesse	
Oggetto della valutazione: l'unità di valutazione di riferimento nel caso di specie è rappresentata dalla società Metroweb Genova S.p.A. nel suo complesso. Il valore della singola azione è calcolato pro-quota	
Finalità della valutazione: Determinazione del valore delle azioni della società Metroweb Genova S.p.A. in termini di congruità di prezzo	
Eventuali restrizioni legali o convenzioni nello svolgimento dell'incarico: Nessuna	
Natura della stima Valutazione	
Configurazione di valore Valore negoziale	
Data di riferimento: 31 dicembre 2016	Valuta funzionale: Euro

Non vi sono restrizioni legali o convenzioni nello svolgimento dell'incarico che possano influenzare in misura significativa il processo valutativo.



Il sottoscritto dichiara di non essere legato da alcun vincolo di lavoro subordinato, di non ricoprire alcun incarico di amministratore, o di revisore legale né altro ufficio di controllo, amministrazione o gestione, nella società *target* oggetto di valutazione, nelle sue controllanti o controllate.

Genova, 14 Marzo 2017

Alberto Gallo





Sezione I

COSTITUZIONE ED APPREZZAMENTO DELLA BASE INFORMATIVA

1.1. Principi etici e di valutazione – 1.2. Tipologia di lavoro e finalità della stima – 1.3. Base Informativa – 1.4. Configurazione di valore: il valore negoziale equitativo. Prospettiva di valutazione – 1.5. Data di riferimento della valutazione

1.1. Principi etici e di valutazione

Lo svolgimento dell'incarico è effettuato in adesione ai **principi etici** del *Code of Ethical Principles for Professional Valuers* dell'*IVSC International Valuation Standards Council*, vale a dire:

- **Integrità**, in base a cui i valutatori sono obbligati a essere diretti e onesti, in tutti i rapporti professionali, e ad agire secondo un trattamento equo e improntato alla verità;
- **obiettività**, secondo il quale, il giudizio e le scelte professionali del valutatore non devono essere inficiate da pregiudizi, conflitti di interesse o indebite influenze di terzi;
- **competenza**, il quale richiede che il valutatore mantenga adeguate conoscenze e capacità professionali ed operi in conformità agli standard tecnici e professionali applicabili;
- **riservatezza**, che impone ai valutatori di non divulgare informazioni riservate senza autorizzazione, fatti salvi gli obblighi professionali e di legge; e di non utilizzare le informazioni riservate acquisite grazie a rapporti professionali a proprio o altrui vantaggio;
- **condotta professionale**, il quale impone l'obbligo a tutti i valutatori di operare con diligenza al servizio del cliente e di garantire che il servizio sia conforme a tutti i requisiti legali, tecnici e professionali applicabili, anche nell'interesse pubblico.

Nell'esecuzione della stima e nella stesura di questa relazione, sono stati inoltre applicati i **principi italiani di valutazione (PIV)**. In particolare, nella formazione della presente opinione di valore, sono stati perseguiti i seguenti obiettivi:

- a) **razionalità**: la valutazione segue uno schema logico rigoroso, convincente e fondato su principi di razionalità economica;

-
- b) verificabilità: il processo di valutazione è dimostrabile con riguardo alla provenienza dei dati, all'attendibilità delle fonti ed alla ragionevolezza delle conclusioni;
 - c) coerenza: è garantita la corrispondenza più ampia possibile tra base informativa, obiettivi della valutazione e risultati conseguiti;
 - d) affidabilità: è circoscritta, nei limiti del possibile, la discrezionalità valutativa, garantendo obiettività di giudizio;
 - e) professionalità: consiste nell'adesione al codice etico dell'IVSC e nell'adozione di appropriati controlli e procedure finalizzate ad evitare distorsioni;
 - f) competenza: è la capacità di svolgere l'incarico ricevuto o la consapevolezza di affidarsi, se necessario, alla competenza di altri esperti per ambiti specifici.

1.2. Tipologia di lavoro e finalità della stima

La tipologia del presente lavoro è quella della valutazione¹, che si estrinseca nella stesura di un documento contenente un giudizio sul valore di un'attività – nel caso concreto, un'azienda e pro quota il valore della singola azione – fondato su uno svolgimento completo del processo valutativo attraverso le seguenti fasi:

- a) formazione ed apprezzamento della base informativa;
- b) applicazione dell'analisi fondamentale;
- c) selezione della metodologia o delle metodologie di stima più idonee agli scopi della valutazione;
- d) apprezzamento dei principali fattori di rischio;
- e) costruzione di una razionale sintesi valutativa.

¹ I principi italiani di valutazione individuano cinque possibili tipologie di lavoro dell'esperto: a) valutazione; b) parere valutativo (*expert opinion, valuation opinion, expert report*), consistente nell'esecuzione parziale del processo valutativo; c) parere di congruità, vale a dire, l'espressione di un giudizio su di un risultato già comunicato all'esperto; d) calcolo valutativo (*calculation engagement*), che costituisce un mero calcolo convenzionale; e) revisione del lavoro di un altro esperto (*valuation review*), consistente nell'esame critico di un lavoro svolto da un altro esperto.

La finalità della presente stima è quella di fornire indicazioni agli Amministratori e agli Azionisti della A.S.Ter. S.p.A. che possano costituire un supporto alla determinazione di un prezzo congruo da attribuire alla quota di partecipazione detenuta dalla stessa nella società Metroweb Genova S.p.A. – rappresentata da n. 1.185.000 azioni, pari a nominali Euro 1.185.000,00 – nell'ipotesi di futura cessione della stessa.

Si rammenta, pertanto, che la determinazione e conseguente accettazione del prezzo di cessione potranno esulare dalla presente relazione e rimangono di esclusiva responsabilità di detti Amministratori ed Azionisti.

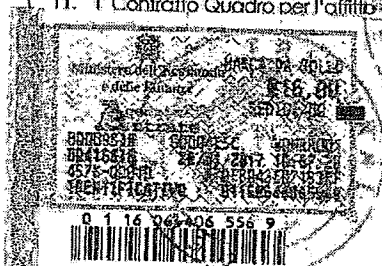
La natura della stima è pertanto quella di una valutazione dell'azienda la cui funzione è quella di individuare un valore equitativo negoziabile e conseguentemente un prezzo verosimile che si dovrebbe formare in un mercato efficiente a condizioni correnti che riflettano le aspettative di partecipanti specificatamente identificati.

L'elemento di riferimento per la stima nel caso specifico di valutazione è rappresentato dall'azienda nel suo complesso. Il valore della singola azione è calcolato conseguenzialmente pro-quota.

1.3. Base informativa

Al fine di dare corso all'incarico conferito, è stata costituita una base informativa mediante la seguente documentazione:

#	Descrizione
1.	Visura camerale di Metroweb Genova S.p.A. al 10.02.2017
2.	Atto Costitutivo e Statuto Saster Net S.p.A. 19.07.2000
3.	Statuto Metroweb Genova S.p.A. al 24.04.2013
4.	Bilancio d'esercizio Metroweb Genova S.p.A. chiuso al 31.12.2011
5.	Bilancio d'esercizio Metroweb Genova S.p.A. chiuso al 31.12.2012
6.	Bilancio d'esercizio Metroweb Genova S.p.A. chiuso al 31.12.2013
7.	Bilancio d'esercizio Metroweb Genova S.p.A. chiuso al 31.12.2014
8.	Bilancio d'esercizio Metroweb Genova S.p.A. chiuso al 31.12.2015
9.	Business Plan 2016 – 2020 e Budget Anno 2016 redatto e approvato dal Consiglio di Amministrazione dell'11.12.2015
10.	Relazione semestrale sulla gestione 2016 presentata al Consiglio di Amministrazione del 6.12.2016
11.	Contratto Quadro per l'affitto di fibra ottica Saster Net S.p.A. e Fastweb 22.02.2013



12	Schema do Accordo quadro con il Comune di Genova per lo sviluppo di una rete in fibra ottica nella città di Genova 22.12.2016
----	-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------

Ai fini dello svolgimento dell'incarico per l'elaborazione della presente relazione di stima, la documentazione e le informazioni sono state fornite dai vertici aziendali della Metroweb Genova S.p.A. e dal suo azionista A.S.Ter. S.p.A.

A tal fine sono stati acquisiti i documenti di carattere societario e aziendale e in particolare sono stati esaminati i bilanci relativi agli esercizi 2011, 2012, 2013, 2014 e 2015, nonché il budget redatto per l'esercizio 2016, il *business plan* redatto per gli anni 2016 - 2020 e la relazione semestrale sulla gestione 2016 presentata al Consiglio di Amministrazione in data 6 dicembre 2016.

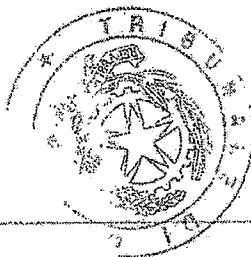
Il perito ha altresì acquisito ed esaminato il "Contratto quadro per l'affitto di fibra ottica ("Dark Fiber Lease")" tra le società Metroweb Genova S.p.A. (già Saster Net S.p.A.) e Fastweb S.p.A. principale committente della società.

Tutti i dati e i documenti sin qui acquisiti e analizzati sono stati utilizzati sul presupposto della loro correttezza e rispondenza al vero e si ritengono sufficienti ai fini della presente valutazione.

Con riferimento alle fonti documentali utilizzate, va precisato che lo scrivente si è avvalso di tutta la documentazione fornita senza sottoporre la stessa ad alcun vaglio critico.

Si precisa che la raccolta e l'apprezzamento delle informazioni costituiscono attività distinte – sia sotto il profilo concettuale, sia sotto quello operativo – dalla verifica tecnica e dalla certificazione delle informazioni acquisite. Esulano pertanto dal processo valutativo attività di accertamento e/o di attestazione della veridicità delle informazioni (quali la revisione contabile, la *due diligence*, le indagini patrimoniali, le certificazioni, e così via): tali attività non sono state previste dal mandato né sono richieste in ottemperanza a particolari obblighi.

Ciononostante l'esame dei bilanci, nonché delle relazioni redatte dagli organi di controllo (Metroweb Genova S.p.A. è dotata di Collegio Sindacale e sottopone il proprio bilancio a revisione legale dei conti da parte di una primaria società di revisione) dalle quali non emergono criticità in ordine



all'affidabilità della documentazione, fa ritenere allo scrivente che la documentazione utilizzata sia sicuramente affidabile ed idonea a costruire la base per un ponderato giudizio valutativo.

4.4. Configurazione di valore: il valore negoziale equitativo. Prospettiva di valutazione

L'osservanza dei principi di valutazione implica la necessità di precisare, da un lato, la configurazione di valore prescelta, avendo presente le differenze fra prezzo, costo e valore e, dall'altro, la prospettiva di valutazione, che può essere quella dei partecipanti al mercato o quella di uno specifico soggetto (venditore, acquirente, etc.).

Nella prassi valutativa esistono diverse configurazioni di valori di riferimento:

- a) intrinseco o fondamentale;
- b) di mercato;
- c) d'investimento;
- d) negoziale equitativo;
- e) convenzionale (o speciale);
- f) di smobilizzo.



Il *valore intrinseco* (o fondamentale) esprime l'apprezzamento che qualsiasi individuo razionale operante sul mercato senza vincoli e in condizioni di trasparenza informativa dovrebbe esprimere alla data di riferimento, in funzione dei benefici economici offerti dall'attività medesima e dei relativi rischi. Quando ci si riferisce ad aziende, il valore intrinseco è chiamato comunemente valore economico del capitale: esso è frutto dell'analisi fondamentale poiché, pure tenendo presenti gli indicatori di mercato per la quantificazione degli *input* (in particolare del tasso), richiede la stima dei benefici economici e l'apprezzamento del quadro di rischio ad essi associato.

Il *valore di mercato* è il prezzo al quale verosimilmente un'attività potrebbe essere negoziata, alla data di riferimento, in un mercato ordinato e trasparente fra soggetti indipendenti che operano in modo razionale, senza essere esposti a particolari pressioni.

Il *valore d'investimento* esprime i benefici offerti al soggetto che detiene un'attività, o che potrà detenerla in futuro, con finalità operative o a puro scopo d'investimento. È strettamente collegato, per un verso, alle particolari caratteristiche dell'attività e, per altro verso, alle particolari caratteristiche del suo detentore, attuale o futuro. Si tratta dunque di un valore soggettivo, che può mutare a seconda del soggetto al quale è riferita l'analisi. In particolare, tale valore può tenere conto di particolari sinergie, dovute all'associazione con altre attività reali o finanziarie, oppure alla presenza di benefici speciali per un particolare detentore.

Il *valore negoziale equitativo* esprime il prezzo al quale verosimilmente un'attività potrebbe negoziarsi alla data di riferimento fra due o più soggetti identificati, correttamente informati e concretamente interessati, bilanciando in modo equo i rispettivi interessi. Esso è un *fair price* tra due o più soggetti specificamente identificati ed in quanto tale è un valore soggettivo.

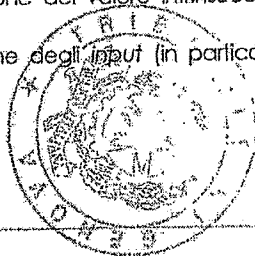
Il *valore convenzionale* discende dall'applicazione degli specifici criteri fissati per la sua determinazione: è tale, ad esempio, quello che deriva dall'applicazione dei principi di bilancio, delle norme tributarie, dei criteri fissati dagli enti regolatori etc.

Il *valore di smobilizzo*, infine, è un prezzo fattibile in condizioni non ordinarie di chiusura del ciclo di investimento.

Nell'ipotesi di valutazione di una partecipazione sociale finalizzata alla cessione della stessa, in cui siano già state identificate le parti negoziali – come presumibilmente potrebbe verificarsi nel caso in oggetto – i principi di valutazione suggeriscono l'adozione della configurazione di valore rappresentata dal valore negoziale equitativo.

Questa configurazione di valore richiede la stima di un prezzo equo per due parti specificatamente identificate per le quali occorre considerare i rispettivi vantaggi e svantaggi rivenienti dall'operazione. Ne consegue che tale valore può discostarsi dal *valore di mercato* che esclude a priori qualsiasi vantaggio che non sia accessibile ipoteticamente a tutti gli operatori attivi.

Essa si avvicina piuttosto alla determinazione del *valore intrinseco* che, pur tenendo presenti gli indicatori di mercato per la quantificazione degli input (in particolare, ad esempio, del tasso di

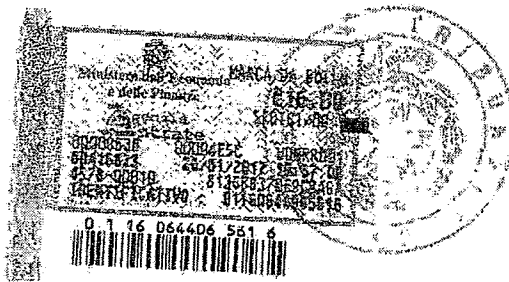


attualizzazione), richiede la stima dei benefici economici (dei flussi di risultati e della consistenza patrimoniale, nel caso delle aziende) e l'apprezzamento del quadro di rischio ad essi associato nelle sue condizioni correnti (con l'attuale destinazione d'uso, l'efficienza manageriale od operativa corrente, ecc.), ma non considera alcuna sinergia o alcun efficientamento che un terzo soggetto potrebbe riconoscere nel prezzo di acquisto dell'azienda o del bene.

È di tutta evidenza che il valore intrinseco riflette la realtà operativa dell'azienda (o del bene oggetto di valutazione) nelle sue condizioni correnti esprimendo un valore "as is"², ossia il valore dell'azienda "stand alone" alla data della valutazione, determinato in funzione della redditività degli "asset in place" e delle opportunità di investimento future, ma lo stesso può non riflettere il prezzo di cessione al quale l'azionista potrebbe vendere la propria partecipazione sul mercato.

La prospettiva di valutazione adottata è quella del soggetto cedente (A.S.Ter S.p.A.) e quella del soggetto target (Metroweb Genova S.p.A.) in funzionamento e stand alone escludendo eventuali sinergie realizzabili in capo al soggetto cessionario nonché premi di maggioranza o sconti di minoranza applicabili alla quota di partecipazione.

La configurazione di valore che lo scrivente andrà a determinare è in linea di principio il valore negoziale equitativo espresso dal valore intrinseco (o fondamentale) del complesso dei beni che compongono l'azienda esercitata in forma societaria³, considerando gli indicatori di mercato applicabili e la realtà economico-finanziaria nonché operativa dell'azienda stessa nelle sue condizioni correnti, con la stima dei benefici economici e l'apprezzamento del quadro di rischio ad essi associato.



² Cfr. *Principi Italiani di Valutazione 2015, Le configurazioni di valore e i loro possibili attributi*.

³ Il valore normale di mercato differisce dal valore intrinseco in quanto assume la prospettiva del massimo e miglior uso (*highest and best use*) dell'attività da parte del partecipante al mercato e riflette premi e sconti mentre il valore intrinseco assume la prospettiva dello specifico soggetto che detiene l'attività, non necessariamente assume l'*highest and best use* e non considera premi o sconti.

1.5. Data di riferimento della valutazione

La data di riferimento della presente valutazione che definisce il momento temporale al quale essa è riferita, è il **31 dicembre 2016**.





ANALISI FONDAMENTALE

2.1. Analisi documentale – 2.2. Analisi di contesto – 2.3. Analisi storica e prospettica – 2.4. Analisi comparativa e fattori di rischio

2.1. Analisi documentale

Per la predisposizione della presente valutazione sono stati esaminati i bilanci d'esercizio della Metroweb Genova S.p.A. relativi agli anni 2011, 2012, 2013, 2014 e 2015, il *business plan* 2016 – 2020 e il budget 2016 elaborati e approvati dal Consiglio di Amministrazione in data 11.12.2015, nonché la relazione semestrale sulla gestione 2016 disposta anche ai sensi dell'art. 2381, comma 5 del Codice Civile e presentata all'Organo Amministrativo nella riunione del 6 dicembre 2016.

Il perito ha altresì visionato lo statuto societario della Metroweb Genova S.p.A., aggiornato alla data del 24 aprile 2013 e l'atto costitutivo della stessa, già Saster Net S.p.A., del 19 luglio 2000.

Il perito ha inoltre acquisito ed esaminato il "Contratto quadro per l'affitto di fibra ottica ("Dark Fiber Lease")" tra le società Metroweb Genova S.p.A. (già Saster Net S.p.A.) e Fastweb Sp.A. principale committente della società.

Per quanto riguarda le risultanze contabili, i valori espressi dalla contabilità aziendale, rappresentati nei bilanci formati dall'Organo Amministrativo ed approvati dall'Assemblea dei Soci, sono in generale assunti come veritieri. La società, tra l'altro, è dotata di organo di controllo legale, nonché di revisione contabile del bilancio.

Dall'analisi delle relazioni emesse dai revisori dei conti, con riferimento ai bilanci esaminati, non sono emerse criticità e i dati presentati sono stati acquisiti senza apportare modifiche, assumendone la veridicità.

La compagine sociale al 31 dicembre 2016 era formata dai seguenti azionisti:

Socio	Numero azioni	partecipazione capitale sociale (€)	percentuale capitale sociale
-------	---------------	-------------------------------------	------------------------------

Metroweb Italia S.p.A	6.175.000	6.175.000,00	85,00%
A.S.Ter. S.p.A.	1.185.000	1.185.000,00	15,00%
Totale	7.900.000	7.900.000,00	100,00%

A tale composizione del capitale sociale si è pervenuti da ultimo attraverso l'avvenuta cessione nel corso del 2012, di n. 6.175.000 azioni detenute da Iride Servizi S.p.A. pari all'85% del capitale sociale di Metroweb Genova S.p.A. (In allora Saster Net S.p.A.) in favore di Metroweb Italia S.p.A. che svolge l'attività di direzione e coordinamento sulla stessa.

Con riferimento alla governance si segnala che attualmente la società è amministrata da un Consiglio di Amministrazione formato da 5 membri:

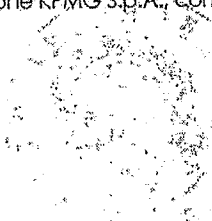
- Alessandro Maria Altamura, Presidente;
- Guido Maria Garrone, Consigliere;
- Filipa Jorge Ramos, Consigliere;
- Agostino Barisone, Consigliere;
- Giosuè De Nigris, Consigliere.

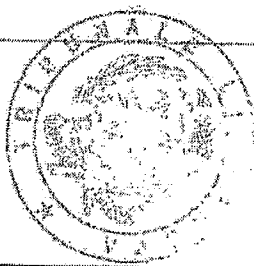


La società è dotata altresì di un collegio sindacale di 3 membri effettivi e di due supplenti:

- Maurizio Zozza, Presidente del Collegio Sindacale;
- Andrea Cioccarelli, Sindaco effettivo;
- Alessandro Giuseppe Galeano, Sindaco effettivo;
- Maddalena Costa, Sindaco supplente;
- Alessandro Lualdi, Sindaco supplente.

La revisione legale dei conti è stata affidata ai sensi di legge, sino all'approvazione del bilancio al 31.12.2017, alla società di revisione KPMG S.p.A., con sede in Milano, via Vittor Pisani n. 25.





3.2. Analisi di contatto

La Metroweb Genova S.p.A. è una società che opera esclusivamente nel comune di Genova in qualità di *dark fiber provider* (fornitore di fibra spenta), sviluppando la propria rete e affittandola ai principali operatori di telecomunicazione (TLC) a livello nazionale, che provvedono ad implementare i servizi di connessione a valore aggiunto offerti ai propri clienti (connettività Internet, telefonia fissa, mobile e distribuzione di contenuti digitali multimediali).

La società agisce, quindi, esclusivamente in qualità di operatore *wholesale* puro affittando la propria rete di fibra ottica c.d. "spenta" o cedendo servizi di accesso all'ingrosso in modo neutrale agli operatori del mercato in un contesto di concorrenza.

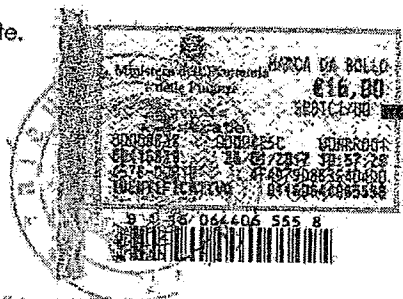
Metroweb Genova è proprietaria di una rete di cavi in fibra ottica, nonché del diritto all'occupazione del sottosuolo - acquisito al momento dello sviluppo dell'infrastruttura - che affitta ad operatori TLC e *service providers*, con un'estensione complessiva di oltre 490 km corrispondente a oltre 42.000 km di fibra singola, attraverso un'infrastruttura di cavidotti di oltre 250 km destinata ad ospitare tale fibra.

Metroweb Genova concede il diritto di utilizzo dei cavi di fibra ottica spenta attraverso due modalità alternative.

La modalità c.d. *lease* - applicata in misura limitata - che prevede la concessione di diritti d'uso temporanei su fibra ottica spenta per un periodo da 2 a 10 anni regolata tramite un contratto di affitto a canone annuo, e la modalità alternativa c.d. I.R.U.

I contratti IRU (*Indefeasible Rights of Use*) rappresentano contratti con i quali Metroweb Genova, proprietaria della rete, assegna all'operatore TLC chiari e dettagliati diritti d'uso a lungo termine - mediamente di durata da 15 a 30 anni - pur mantenendone il relativo titolo di proprietà e di controllo.

A fronte della concessione del diritto in esame è previsto un corrispettivo versato in unica soluzione e per tutta la durata del contratto al momento iniziale della stessa, con oneri di manutenzione della rete previsti solitamente a carico del concedente.



2.3. Analisi storica e prospettive

La società Melroweb Genova S.p.A. è stata costituita il 19 luglio 2000 con la denominazione di Saster Net S.p.A., ha sede in Genova (GE), via San Vincenzo n.2 ed è iscritta nella sezione ordinaria del registro delle imprese conservato presso la Camera di Commercio, Industria, Artigianato e Agricoltura di Genova al n. 0115244094, con numero di iscrizione al repertorio economico amministrativo (R.E.A.) GE-387897.

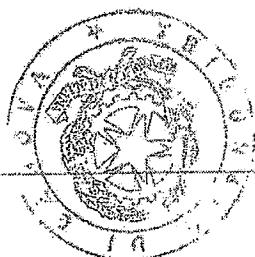
La società ha per oggetto principale le seguenti attività:

- la progettazione, l'installazione, l'attivazione, l'acquisto, la vendita e la messa a disposizione di terzi di reti per telecomunicazione oltre alla relativa manutenzione, nonché la produzione e installazione di apparecchiature per la connessione delle reti stesse e la gestione del traffico.

La Società è stata costituita al fine di sviluppare nel comune di Genova il progetto strategico, nato a metà degli anni '90, che prevedeva il cablaggio delle maggiori città italiane con l'impiego di sistemi di nuova generazione - in fibra ottica - volti a fornire il collegamento e lo scambio continuo ad alta velocità di informazioni e dati informatici, utilizzando per il dispiegamento delle fibre ottiche, oltre alle infrastrutture per telecomunicazioni, le infrastrutture delle *utilities* municipali esistenti (tubazioni acqua/gas dismessi o in disuso, cunicoli, gallerie, sistemi di illuminazione stradale pubblica, reti di teleriscaldamento etc.).

Visto l'ambito di intervento, il Comune di Genova aveva ritenuto di coinvolgere nel progetto l'Azienda Municipalizzata Gas e Acqua - AMGA S.p.A. - successivamente "acquisita" dal Gruppo Iren - titolare della rete idrica e del gas, e la società A.S.Ter.S.p.A., attiva - tra l'altro - nella manutenzione ordinaria e straordinaria delle opere stradali, civili nonché tecnologiche e degli impianti di illuminazione nel territorio dello stesso comune, entrambe *public utilities* detenute in house.

Tenuto conto degli investimenti necessari alla realizzazione del progetto di cablaggio del territorio con la rete di fibra ottica, in sede di costituzione, si era reso necessario il coinvolgimento di un soggetto in grado di partecipare agli impegni economico finanziari, meglio individuato nell'operatore di telecomunicazioni



Fastweb S.p.A. al quale veniva riservata una quota di partecipazione al capitale sociale del 10%, mentre Amga S.p.A e A.S.Ter S.p.A. ne detenevano rispettivamente il 75% il 15%.

Nel 2004, dopo la partecipazione allo sviluppo del progetto di cablaggio delle dorsali principali del territorio del Comune di Genova (dorsale est – ovest, dorsale Val Bisagno e dorsale Val Polcevera), non ritenendo strategico il cablaggio dei singoli quartieri e volendo concentrare i propri investimenti nello sviluppo dei servizi ai clienti, Fastweb ha ceduto le proprie azioni ad Amga uscendo di fatto dalla compagine societaria.

Ciononostante, Fastweb ha proseguito senza soluzione di continuità nel contratto in essere con Metroweb Genova (già Saster Net), stipulato nel 2001 per la durata di anni 15 (da ultimo rinnovato a febbraio 2013 con scadenza prevista al 31.12.2030) e avente ad oggetto l'affitto di fibra ottica (cd "dark fiber lease"), aumentando parimenti la domanda di attivazione e concessione in affitto di "fibra spenta". Di fatto, il contratto sopra citato ha garantito a Saster Net flussi economici e reddituali tali da poter sostenere gli investimenti programmati (dal contratto infatti discendeva circa il 90% del valore della produzione).

Nel 2012 la società Metroweb Italia S.p.A., società leader come dark fiber provider (fornitore di fibra spenta), ha acquisito dalla società Iride Servizi S.p.A. (società del Gruppo Iren nel frattempo succeduta ad Amga) l'85% di Saster Net S.p.A., al fine di sviluppare e replicare nel comune di Genova il modello conseguito nella città di Milano per la realizzazione di una rete capillare a banda ultra larga in fibra ottica, secondo quanto previsto dal piano nazionale c.d. Piano NGN (Next Generation Network) per il cablaggio con fibra ottica di 30 città italiane.

Da ultimo, nel corso del 2016, Enel S.p.A. e Cassa Depositi e Prestiti, hanno raggiunto un accordo con Metroweb Italia S.p.A. per l'acquisizione dell'intero Gruppo Metroweb da realizzarsi nei primi mesi del 2017.

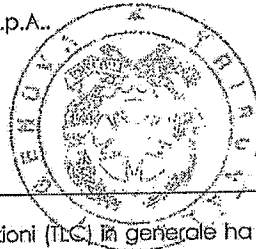


L'obiettivo dichiarato, confermato dalla forte partecipazione pubblica, è quello di superare il gap nazionale nello sviluppo capillare della banda ultra larga rispetto agli altri paesi europei e raggiungere entro il 2020 gli obiettivi posti dalla *Digital Agenda for Europe*⁴ e fatti propri dall'Agenda Digitale Italiana.

In quest'ottica, l'operazione straordinaria prevede la fusione per incorporazione in Metroweb Italia S.p.A. di tutte le società dalla stessa controllata, ivi inclusa Metroweb Genova S.p.A., e successivamente l'ulteriore fusione della società così risultante in Enel Open Fiber S.p.A..

L'estinzione della società Metroweb Genova S.p.A. non sarebbe preclusiva alla prosecuzione degli investimenti previsti per lo sviluppo della banda ultra larga nel Comune di Genova che – viceversa – sarebbero consolidati, nonché alla realizzazione di alcuni progetti in fase di ultimazione⁵ che verrebbero presi in carico dalla società risultante dalla fusione.

Tali ipotesi, oltre al protocollo d'intesa rappresentato dallo "Schema di Accordo per lo sviluppo di una rete in fibra ottica nella città di Genova" sottoscritto a dicembre 2016 dal Comune di Genova e Metroweb Italia S.p.A., fanno ritenere attendibili e valide le assunzioni del piano industriale 2016 – 2020 predisposto dalla società Metroweb Genova S.p.A..



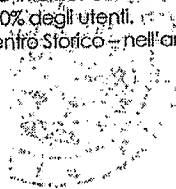
2.4. Analisi comparativa e fattori di rischio

La valutazione delle società di telecomunicazioni (TLC) in generale ha subito profondi cambiamenti nel corso degli ultimi anni.

In passato tali società venivano considerate tradizionalmente delle *utility*, tuttavia, alla fine degli anni '90, la deregolamentazione e l'avvento di nuove tecnologie hanno modificato le prospettive delle società già presenti sul mercato e determinato la nascita di nuovi concorrenti dal profilo economico-finanziario profondamente diverso da quello delle società esistenti.

⁴ Lanciata nel maggio 2010, l'Agenda digitale per l'Europa contiene 101 azioni, raggruppate intorno a sette aree prioritarie intese a promuovere le condizioni per creare crescita e occupazione in Europa. Tra queste viene prevista la creazione di un nuovo e stabile quadro normativo per quanto riguarda la banda larga con alcuni obiettivi da raggiungere entro il 2020, tra cui la previsione di accesso ad Internet con velocità maggiori di 30 Mbps per tutti i cittadini europei, e velocità maggiori di 100 Mbps per almeno il 50% degli utenti.

⁵ Tra gli altri si citano il Progetto PON-Metro e Progetto Centro Storico – nell'ambito del progetto europeo Smart City – e Progetto Porto.



Il metodo dei flussi di cassa attualizzati (*DCF method*) è da sempre stato considerato il fondamento teorico per determinare il valore economico delle società TLC, ma il manifestarsi della bolla speculativa relativa al settore della *new technology*, la diffusione della telefonia mobile e internet, nonché il ridimensionamento o il fallimento di molte aziende *high-tech* che si erano finanziate sui mercati del capitale di rischio e di debito grazie a prospettive poi non concretizzatesi – peraltro a livelli di valutazione elevatissimi – hanno indotto gli analisti ad un utilizzo prudente di tale metodo valutativo evitando di utilizzare formule e tassi "aggressivi", limitando gli orizzonti temporali di valutazione.

Passando più compiutamente al caso specifico, Metroweb Genova, operatore che sostanzialmente opera come fornitore *wholesale* puro, pur in presenza di un potenziale di crescita elevato nel breve-medio termine, dovuto a una capacità non utilizzata in termini di rete di fibra ottica occupata, una volta realizzata la rete potrebbe essere potenzialmente più soggetto alle dinamiche di mercato e alla scelte strategiche degli operatori TLC.

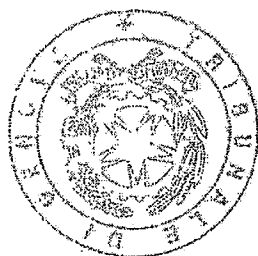
In un contesto di questo tipo, infatti, la sostenibilità economico-finanziaria della realizzazione di un'infrastruttura da parte di un operatore di rete puro, dipende dall'utilizzo di tale infrastruttura da parte degli operatori TLC che potrebbero avere l'interesse e la capacità finanziaria per sviluppare una propria rete di fibra.

Nonostante gli obiettivi posti dalla *Digital Agenda for Europe*, fatti propri dal Piano Nazionale per lo sviluppo e la realizzazione delle reti c.d. NGN (*New Generation Network*) al fine di colmare il *gap* infrastrutturale rispetto agli altri paesi europei, nessun analista può prevedere nel lungo periodo – e in un mercato fortemente votato al repentino rinnovamento – la scoperta di tecnologie innovative tali da rendere obsolete quelle attuali.

Sulla base dell'incarico assegnatogli il perito procederà quindi alla redazione di una relazione di stima esprimendo una valutazione del valore economico della società Metroweb Genova S.p.A., che tenga cautelativamente conto dei vari profili di aleatorietà ed incertezza, seppure relativa e di lungo periodo.



Nei successivi paragrafi verranno pertanto analizzati i principali criteri generalmente utilizzati per la stima di complessi aziendali, al fine di individuare tra i metodi che la prassi e la dottrina offrono quello o quelli che meglio si adattano agli obiettivi della stima ed alle caratteristiche dell'azienda da stimare.





Sezione III

METODICHE DI VALUTAZIONE

3.1. Note metodologiche: criteri di valutazione utilizzabili – 3.1.1. Metodo patrimoniale – 3.1.2. Metodo reddituale – 3.1.3. Metodo misto patrimoniale-reddituale – 3.1.4. Metodo della rivalutazione controllata – 3.1.5. Metodi finanziari (Discounted Cash Flow) – 3.1.6. Altri metodi: Multipli di mercato, transazioni comparabili e comparate – 3.2. Metodo di valutazione utilizzato

3.1. Note metodologiche: criteri di valutazione utilizzabili

La valutazione di un'azienda è di per sé soggetta a fattori contingenti e variabili; conseguentemente le opinioni espresse nella presente perizia non sono necessariamente indicative del valore effettivamente realizzabile nell'ambito di un'eventuale operazione di cessione della stessa o di parte di essa, costituendo nel caso specifico esclusivamente un supporto agli Amministratori e agli Azionisti per pervenire al suo valore più congruo nell'ipotesi di cessione.

Secondo la dottrina economico-aziendale la valutazione di un'azienda in funzionamento può essere effettuata mediante una pluralità di metodi, da utilizzare congiuntamente o disgiuntamente. La scelta del metodo è influenzata da una pluralità di fattori, fra i quali:

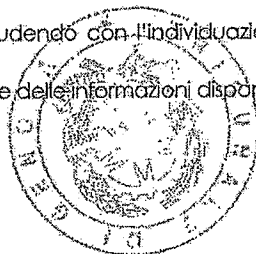
- le caratteristiche dell'azienda da valutare;
- la particolarità del settore in cui essa opera;
- la complessità ed attendibilità prospettica dell'azienda.

In relazione alla scelta dei criteri e dei metodi di valutazione da utilizzare, la prassi professionale e la dottrina hanno individuato alternativi concetti-base di riferimento, che costituiscono il presupposto iniziale per l'individuazione del valore oggetto di stima e che qui si riassumono:

- a) valori di capitale economico: esprimono una valutazione generale, razionale, dimostrabile e possibilmente stabile e obiettiva. La generalità della valutazione comporta che essa prescindere, di norma, da effetti contingenti di domanda e di offerta;

-
- b) valori potenziali: esprimono una valutazione prospettica di lungo periodo, sostanzialmente svincolata con i risultati del passato e connessa con scenari futuri;
 - c) grandezze dedotte dal mercato o da negoziazioni specifiche: non risultano da un processo di stima, ma dall'applicazione di indici e moltiplicatori dedotti dal mercato e/o da specifiche negoziazioni a grandezze economiche proprie delle aziende oggetto di osservazione. Hanno utilità d'impiego nella misura in cui rappresentano dei metodi di controllo;
 - d) grandezze orientative dedotte dall'esperienza: sono il risultato di metodi empirici (c.d. «rules of thumb» nella terminologia di lingua inglese) che forniscono una utilità d'impiego limitata, in quanto indicativa in linea approssimativa del prezzo più probabilmente applicato sul mercato;
 - e) valore di liquidazione: rappresenta il limite minimo della stima dell'azienda che cessa ogni attività produttiva.

A fini di completezza metodologica, di seguito si descrivono i possibili criteri di valutazione elaborati dalla dottrina e dalla prassi aziendale, concludendo con l'individuazione del criterio ritenuto dal perito più idoneo al caso sulla base degli elementi e delle informazioni disponibili.



3.1.1. Metodo patrimoniale

Nel quadro delle metodologie esistenti è possibile, innanzitutto, seguire un criterio valutativo ancorato ad una concezione patrimoniale dell'azienda oggetto di stima, detto appunto "metodo patrimoniale", semplice o complesso, a seconda che non si tenga o si tenga conto dei beni immateriali anche non espressi nelle contabilità aziendale, quali marchi, know how, valore di contratti o convenzioni, che regolano aspetti generali o particolari della gestione e della struttura aziendale e così via.

Si tratta nella fattispecie di una metodologia che, dopo un esame critico degli elementi costitutivi del patrimonio aziendale, nell'accezione più larga, attribuisce loro un valore corrente, considerando un insieme di variabili: costi storici sostenuti; misura del costo storico di ricostruzione a nuovo,

rettificato in modo da riflettere il deperimento fisico e l'obsolescenza tecnologica e funzionale subita dai beni; costi di produzione o di acquisto delle merci; valori di realizzo o di estinzione di crediti e debiti; apprezzamento, in modo congruo e pertinente, di rischi e passività potenziali; prudente valorizzazione di beni immateriali; opportuna considerazione dei carichi fiscali latenti relativi all'evidenziazione di plusvalenze rispetto ai valori storici di bilancio, ove ne ricorrano i presupposti. Il valore del patrimonio rettificato (K) risulta dalla sommatoria degli elementi costitutivi dell'attivo ($\sum EC$) in tal modo determinati, detratto l'ammontare complessivo dei debiti e dei fondi (D) inclusi nel passivo:

$$K = \sum_{s=1}^n EC_s - D$$

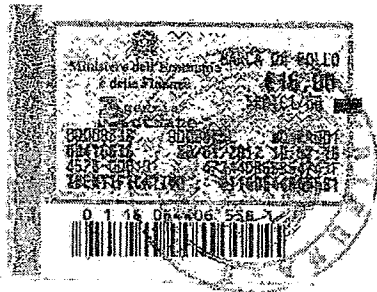
Dove:

- K è il valore del patrimonio rettificato,
 EC sono gli S elementi costitutivi dell'attivo,
 D l'ammontare complessivo dell'indebitamento e dei fondi

In concreto il metodo patrimoniale consiste nello stimare il valore corrente ed effettivo dei diversi elementi positivi e negativi che concorrono a determinare il capitale netto di un'impresa.

In particolare la stima dei valori correnti o di mercato degli elementi attivi e passivi del patrimonio conduce al calcolo del capitale netto rettificato mediante:

- 1) correzione degli elementi attivi oggetto di stima, con la conseguente emergenza di plusvalenze o minusvalenze (le voci tipicamente interessate sono le immobilizzazioni, le partecipazioni, i beni immateriali);
- 2) rettifica eventuale degli accantonamenti del passivo (principalmente: fondo imposte, fondo svalutazione crediti, fondi di quiescenza, fondi rischi);
- 3) considerazione, ove necessaria, degli effetti fiscali relativi alle rettifiche di valore operate per singoli elementi.



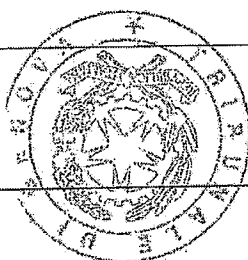
È evidente che un valore così determinato, per quanto risultante da operazioni di stima estremamente accurate, riveste un carattere eminentemente statico. Esso è inoltre determinato come aggregazione tramite sommatória, di elementi eterogenei e quindi potrebbe rivelarsi – da solo – inadatto a cogliere il carattere di "sistema organizzato" che qualifica profondamente il complesso aziendale e dal quale scaturisce il reddito.

3.1.2. Metodo reddituale

Per le ragioni appena richiamate, nelle operazioni di valutazione di realtà aziendali pienamente operanti si contrappone al metodo patrimoniale quello reddituale puro o quanto meno si procede, tramite quest'ultimo, ad una sua verifica.

Il metodo reddituale puro si fonda sulla capacità di un assetto aziendale patrimoniale di produrre un adeguato flusso di reddito, avente la sua espressione relativa in un tasso percentuale calcolato sulla consistenza patrimoniale dell'impresa (capitale investito), tasso che deve tener conto della situazione corrente sui mercati finanziari e del rischio dell'operare in particolari settori.

Definito quindi in R il reddito medio normale atteso sulla base di serie storiche e di opportune proiezioni per periodi futuri, entro certi limiti controllabili, il valore dell'azienda, W può esprimersi con la formula di una rendita perpetua:


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

Dove i indica il tasso di rendimento normale atteso dall'impiego dei capitali nell'ambito dell'azienda oggetto di valutazione. L'applicazione di un metodo di questo tipo, pur nella naturale incertezza della stima di R , può trovare utile applicazione nel caso di aziende che, per le caratteristiche di

gestione e di struttura nelle quali operano, possano rendere accettabili orizzonti di ipotesi e di redditi più estesi e definiti di quelli caratterizzanti altri rami di attività economica.

3.1.3. Metodo misto patrimoniale-reddituale

L'esistenza di elementi a favore o contro l'uno o l'altro dei due metodi sinora descritti induce non di rado a dare la preferenza a un metodo misto patrimoniale - reddituale.

Esso appare idoneo a tenere contemporaneamente conto sia del dato, entro certi limiti considerabile oggettivo, costituito dalla consistenza patrimoniale dell'azienda a valori correnti, sia della sua redditività prospettica.

Quest'ultimo elemento risente ovviamente della maggiore incertezza di valutazione, ma meglio riflette le effettive determinanti di un valore aziendale.

In modo particolare ci si orienta, in tal caso, sulla scelta del criterio raccomandato dall'Unione Europea degli Esperti Contabili Economici e Finanziari (UEC), in base al quale il valore dell'azienda W viene determinato aggiungendo al patrimonio netto contabile rettificato (K) un valore di avviamento stimato tramite l'attualizzazione di un sovrareddito nell'ipotesi che esso permanga per un determinato numero di anni (n) ad un tasso (i) convenientemente individuato. Si adotta la seguente formula:

$$W = K + (R - iK) a_{\overline{n}|i'}$$

Dove:

W = valore dell'azienda

K = capitale rettificato a valori correnti

R = reddito normale medio atteso

i = tasso desiderato di rendimento (redditività minima che giustifica l'investimento nel patrimonio aziendale oggetto di stima)

i' = tasso di attualizzazione del sovra-reddito rispetto al reddito minimo desiderato (iK)

n = orizzonte temporale di attualizzazione del sovra reddito

L'applicazione di tale metodologia, piuttosto complessa e non esente peraltro da slime soggettive, può rilevarsi adatta in casi in cui il livello di valore della patrimonializzazione debba essere opportunamente confrontato con i risultati presenti e prospettici dell'esercizio dell'attività.

Se, infatti, l'azienda ha una capacità reddituale superiore alla media, la valutazione patrimoniale viene corretta in aumento (è il caso del *goodwill*); in caso contrario viene corretta in diminuzione (*badwill*).

3.1.4. Metodo della rivalutazione controllata

Una variante tra i cosiddetti metodi "misti" consiste nel metodo della rivalutazione controllata, spesso applicato per la valutazione delle aziende caratterizzate da modesta redditività, così da escludere, per carenza di profitti, non solo il calcolo di un avviamento positivo, ma tale da suggerire anche un abbattimento ulteriore del patrimonio netto rettificato a seguito della evidenziazione di un avviamento negativo (*badwill*) per insufficienza di remunerazione dei mezzi investiti.

Nelle tipologie di aziende indicate non è infatti conveniente procedere, da un lato, alla rivalutazione del complesso patrimoniale e, dall'altro, ad un abbattimento del valore complessivo per effetto del *badwill*.

È invece preferibile pertanto calcolare il costo di ricostruzione o di sostituzione del bene, al netto del deperimento e dell'obsolescenza subiti, e valutare la capacità dell'azienda di far fronte ai maggiori ammortamenti generati dalla rivalutazione e consentire un'adeguata retribuzione ai capitali investiti.

Solo se esiste questa capacità, la rivalutazione viene attuata e va a rettificare il patrimonio netto.

In caso contrario, ovvero se le condizioni non si verificano, la rivalutazione può essere attuata solo parzialmente, ovvero in proporzione al rapporto tra reddito atteso e la somma degli oneri (ammortamenti e remunerazioni del capitale investito) offerenti alle immobilizzazioni tecniche post-rivalutazione.



Anziché operare una rivalutazione "piena" dei cespiti aziendali nella stima patrimoniale e poi un abbattimento sul valore ottenuto a seguito di una determinazione di avviamento negativo, si attua quindi una rivalutazione "limitata" ovvero "controllata". Le plusvalenze vengono, pertanto, accolte in misura ridotta, compatibile con la capacità di reddito prospettata.

L'affidabile previsione dei redditi futuri costituisce l'elemento di "veridicità" del metodo.

In presenza di una redditività insufficiente, devono essere individuati i margini prospettici disponibili per la remunerazione e l'ammortamento dei capitali investiti in tali beni.

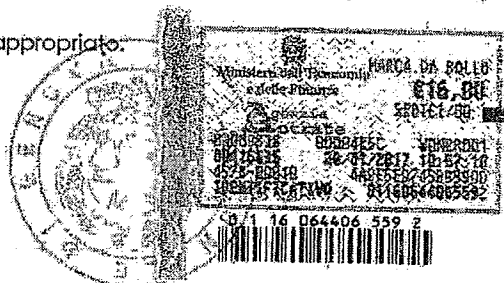
Tali margini vengono poi attualizzati per un periodo pari alla vita media residua dei cespiti. La vita media residua dei cespiti deve essere ponderata rispetto alle varie categorie dei beni strumentali in uso (limitandoli a quelli ammortizzabili ed escludendo i terreni; per i beni immobili, inoltre, la vita residua è sensibilmente più elevata).

Per determinare i margini per gli ammortamenti e per la remunerazione del capitale investito, occorre operare alcuni aggiustamenti. Occorre, infatti, scorporare la componente remunerativa relativa agli investimenti diversi dai cespiti ammortizzabili al fine di ottenere il margine operativo disponibile per il capitale fisso.

Attualizzando il dato così ottenuto, si ottiene il valore economico delle immobilizzazioni e per quadratura il patrimonio netto: il valore, però, è accolto a condizione che non superi il valore corrente di mercato.

3.1.5. Metodi finanziari (Discounted Cash Flow)

Per determinare il valore di una azienda i metodi finanziari si basano sulla considerazione ed elaborazione dei flussi di cassa generati dall'attività aziendale al netto della relativa posizione finanziaria netta ed eventualmente delle attività nette non operative (Discounted Cash Flow), con conteggio dei flussi di cassa disponibili previsti (Free Cash Flows) relativi al periodo di sviluppo aziendale, attualizzati ad un tasso appropriato.



Il metodo in parola è quindi basato sull'attualizzazione, secondo un tasso corretto per il rischio, dei flussi finanziari attesi che l'azienda genererà.

Nella prospettiva "asset side" questa metodologia assume quali flussi periodici quelli relativi all'attività operativa, mentre nell'ottica "equity side" i flussi netti per gli azionisti.

Il metodo del *Discounted Cash Flow* si presta alla valutazione di aziende contraddistinte da una condizione di stabilità: in generale, l'orizzonte temporale di attualizzazione è considerato indefinito, ma possono verificarsi casi in cui risulta più appropriato fissare un periodo finito, ad esempio, per le attività in concessione.

Il valore di un'entità aziendale generatrice di utilità monetarie è dato dalla somma algebrica degli addendi che vengono di seguito indicati, per motivi espositivi, con riguardo ad una fattispecie valutativa avente ad oggetto un'azienda in forma societaria:

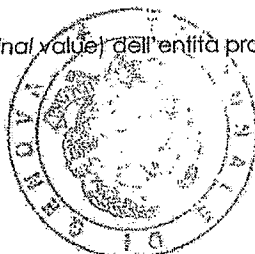
- valore attuale dei flussi di cassa operativi netti verosimilmente generati in un arco temporale ragionevole;
- flussi di cassa operativi netti attualizzati stimati al termine di tale arco temporale;
- presumibile valore di attività accessorie (*surplus assets*) non compresi nei flussi di cassa operativi, rivenienti dalla gestione dell'entità;
- indebitamento finanziario e interessi di terzi.

Tali addendi si riassumono nella seguente formula:

$$W = \sum_{t=1}^n \frac{FC_t}{(1+WACC)^t} + \frac{TV}{(1+WACC)^n} + SA - PFN - M$$

dove:

- W = il valore del capitale economico dell'entità
- FC_t = il flusso di cassa operativo netto annuale atteso nel periodo t
- TV = il valore finale (*terminal value*) dell'entità produttiva di *cash flow*



SA	= il valore del <i>surplus asset</i> rivenienti dalla gestione dell'entità;
PFN	= la posizione finanziaria netta;
M	= l'interesse di terzi (<i>minorities</i>);
n	= l'arco temporale espresso in periodi, di norma annuali;
WACC	= il costo medio ponderato del capitale.

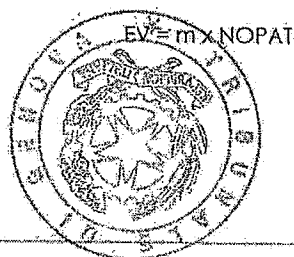
3.1.6. Altri metodi: i multipli di mercato, transazioni comparabili e comparate

Un ultimo gruppo di metodi, la cui applicazione si sta largamente diffondendo, stima il patrimonio aziendale sulla base di un moltiplicatore di un suo aggregato di conto economico (tipicamente l'Ebit o l'Ebitda) aggiungendo poi algebricamente la posizione finanziaria netta alla data di riferimento della stima.

Il metodo dei moltiplicatori di mercato presuppone che il valore di una società si possa determinare assumendo come riferimento le indicazioni fornite dal mercato per società con caratteristiche analoghe a quella oggetto di valutazione.

Il metodo si basa sulla determinazione di multipli calcolati come rapporto tra valori borsistici e grandezze economiche, patrimoniali e finanziarie di un campione selezionato di società comparabili. I moltiplicatori così determinati vengono applicati, con le opportune integrazioni, alle corrispondenti grandezze della società oggetto di valutazione, al fine di stimare un valore, o un intervallo di valori – qualora la società non sia quotata - ovvero verificare se essi siano in linea con quelli espressi dal mercato, qualora sia negoziata su mercati borsistici.

A livello operativo i multipli ricavabili dal mercato e maggiormente utilizzati nella valutazioni di aziende – anche solo come metodologia di controllo – sono di tipo *asset side*, riferiti a grandezze o margini operativi quali:



$$EV = m \times EBIT$$

$$EV = m \times EBITDA$$

$$EV = m \times SALES$$

$$EV = m \times COIN$$

dove

m = moltiplicatore/multiplo;

NOPAT = reddito operativo al netto delle imposte figurative;

EBIT = reddito operativo

EBITDA = reddito operativo lordo (c.d. MOL) dato da EBIT e costi non monetari (EBIT + ammortamenti + accantonamenti);

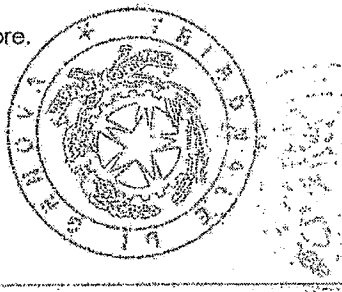
SALES = fatturato;

COIN = capitale operativo investito.

La capacità valutativa di tali metodi è relativa e il risultato che ne deriva è non tanto la quantificazione del valore dell'impresa, quanto piuttosto un prezzo probabile o verosimile che si potrebbe realizzare sul mercato della negoziazione in una data epoca.

Tuttavia, l'apparente facilità relativa all'adozione del metodo in oggetto nasconde alcune criticità in relazione alla razionalità e confrontabilità del campione di aziende di riferimento scelto, del moltiplicatore da utilizzare nonché alla numerosità del campione considerato e al suo posizionamento rispetto all'azienda oggetto di valutazione.

Le difficoltà insite nella scelta del campione di società comparabili e del moltiplicatore da utilizzare, limitano spesso l'utilizzo dei multipli di mercato a semplice metodo di controllo per validare i risultati ottenuti con altri metodi, soprattutto quando l'obiettivo della valutazione è l'individuazione di un prezzo, e non solo di un valore.



2.2. Metodo di valutazione utilizzato

Come in tutte le valutazioni, anche nel caso di aziende operanti nel settore delle telecomunicazioni o in mercati ad esso collegati, non esiste un metodo migliore rispetto ad altri; la scelta infatti viene effettuata di volta in volta in relazione alle specifiche circostanze.

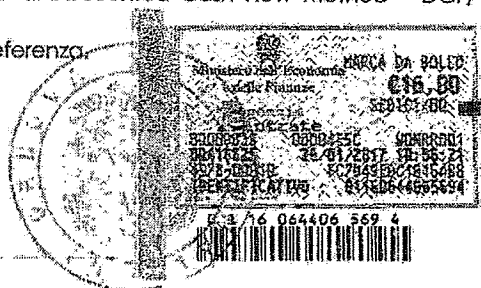
Per evidenti motivi connessi alle caratteristiche intrinseche di ciascun metodo – che sono state sopra esposte – lo scrivente ritiene scarsamente aderenti al caso di specie sia la metodologia patrimoniale sia il metodo reddituale.

La valutazione basata sulla concezione patrimoniale dell'azienda oggetto di stima risulterebbe eccessivamente penalizzante in quanto determinerebbe un valore di azienda che prescinderebbe dal valore negoziale equitativo e dal valore intrinseco.

Il metodo reddituale contrariamente, risulterebbe più appropriato nel caso di una continuità aziendale e di assetto sociale rispetto all'ipotesi di variazione della compagine societaria; in tale ultima ipotesi il dato che maggiormente rileva è rappresentato dalla capacità di generare flussi finanziari.

Il metodo delle transazioni comparabili non trova invece applicazione per assenza di significativi comparables analoghi per dimensioni, caratteristiche e operanti su medesimi mercati geografici di riferimento, mentre le eventuali negoziazioni che hanno avuto ad oggetto in passato la stessa realtà aziendale – teoricamente idonee a rappresentare un indice del *fair value* storico – potrebbero da sole non essere sufficientemente rappresentative del valore aziendale poiché riferite a contesti storici e sviluppo del *business* nonché *performance* differenti.

Sulla base delle considerazioni fin qui svolte, in relazione alle caratteristiche specifiche dell'attività, al mercato di riferimento dell'impresa, esaminata la struttura economica, patrimoniale, finanziaria e societaria, il perito ha ritenuto più idoneo a rappresentare il valore dell'azienda il metodo finanziario con particolare riguardo al *Discounted Cash Flow Method* – DCF, che nella prassi professionale ottiene un'acclarata preferenza.



Attraverso il DCF il valore dell'azienda è calcolato sulla base del valore dei flussi di cassa che essa genererà negli anni futuri, scontati ad un congruo tasso che rappresenta il costo del capitale dell'impresa, a cui viene sommato il "terminal value" attualizzato. L'approccio finanziario esprime il convincimento che l'azienda possa essere valorizzata sulla base dei flussi di cassa che è in grado di generare.

Il metodo in esame presenta tuttavia alcune criticità in riferimento alla determinazione dei flussi di cassa, supposti coincidenti con l'orizzonte temporale considerato – che tipicamente non eccede i 5 esercizi – presupponendo che gli stessi siano stabili e prevedibili, oltre alla criticità della scelta del tasso di attualizzazione degli stessi flussi, tipicamente rappresentato dal c.d. *Weighted Average Cost of Capital* – WACC, o costo medio ponderato del capitale, per la definizione e determinazione del quale si rinvia alla successiva Sezione IV.

Sezione IV

VALUTAZIONE DELLA PARTECIPAZIONE AL CAPITALE DELL'AZIENDA

4.1. Descrizione dei criteri e del metodo di valutazione adottato – 4.1.1. Valore attuale dei flussi di cassa operativi (OFCF) – 4.1.2. Il Costo medio ponderato del capitale (WACC) – 4.1.3. Il valore della previsione esplicita – 4.1.4. Il valore terminale (TV) – 4.1.5. La posizione finanziaria netta – 4.2. Valutazione del capitale economico e sintesi valutativa – 4.3. Conclusioni

4.1. Descrizione dei criteri e del metodo di valutazione adottato.

Di seguito si fornisce in dettaglio la delimitazione dell'azienda oggetto di stima e lo sviluppo della metodica di valutazione adottata.

Il criterio di valutazione adottato dal perito per determinare il valore del capitale economico dell'azienda è quello finanziario del *Discounted Cash Flow Method* – DCF.

Il metodo DCF è riconosciuto come il più accreditato dalle moderne teorie aziendali che correlano il valore aziendale alla capacità di produrre un livello di flussi finanziari adeguato a soddisfare le aspettative di remunerazione di un investitore.



Sulla base del DCF, quindi, il valore del capitale economico della società è pari al valore attualizzato dei flussi di cassa che l'azienda genererà in futuro, integrato dell'importo della posizione finanziaria netta e del valore di mercato di eventuali attività accessorie come di seguito espresso:

$$W = EV + PFN + SA + M$$

dove:

- W = Valore del capitale economico;
- EV = Valore aziendale (*Enterprise Value*);
- PFN = Posizione Finanziaria Netta consolidata, espressa a valori di mercato;
- SA = valore delle attività accessorie non operative (*surplus asset*);
- M = *minorities* (valore di mercato del patrimonio netto di terzi)

Secondo la prassi prevalente infatti, il valore del capitale proprio di un'azienda (il cosiddetto *Enterprise Value - EV*) è dato dal valore attuale dei flussi di cassa operativi netti che la stessa sarà in grado di generare in futuro, scontati ad un tasso di attualizzazione pari al costo medio ponderato del capitale (*Weighted Average Cost of Capital - WACC*).

Tale calcolo prevede due componenti principali definiti dalla determinazione del valore attuale dei flussi di cassa operativi attesi per un periodo di previsione esplicito e un valore finale o terminale, corrispondente al valore attuale dei flussi successivi al periodo di previsione analitica ovvero al valore attuale in ipotesi di perpetuità, espressi dalla seguente formula:

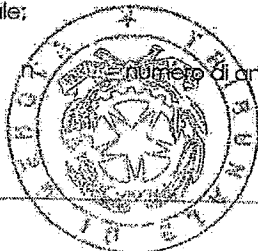
$$W = \sum_{t=1}^n \frac{OFCF_t}{(1 + WACC)^t} + \frac{TV}{(1 + WACC)^n}$$

dove:

OFCF_t = flussi di cassa operativi attesi nel periodo di previsione esplicita;

WACC = tasso di attualizzazione, espresso come costo medio ponderato del capitale;

n = numero di anni di previsione esplicita;



TV = valore finale (*terminal value*) attualizzato dell'azienda, corrispondente al valore;

Attuale dei flussi relativi agli anni da n+1 in poi.

A tali valori dev'essere poi sommata la posizione finanziaria netta consolidata dell'azienda, espressa a valori di mercato, comprendente le attività liquide, i debiti e i crediti finanziari.

Al fine di considerare eventuali asset che, non essendo strumentali rispetto all'attività caratteristica dell'azienda, non sono stati inclusi nelle proiezioni dei flussi di cassa operativi pur esprimendo un valore intrinseco di mercato, la formula deve essere integrata con le attività accessorie non operative (c.d. *surplus assets*) al netto di eventuali attività non inerenti quali le c.d. *minorities* (valore di mercato del patrimonio netto di terzi).

Ai fini dell'applicazione del metodo in oggetto, il perito ha preliminarmente esaminato i dati economici, patrimoniali e finanziari storici della Metroweb Genova S.p.A. desumibili dai bilanci d'esercizio degli anni 2011– 2015 e dai singoli documenti che formano gli stessi (prospetti di bilancio Cee, Nota Integrativa, Rendiconto Finanziario, Relazione sulla Gestione, Relazione della Società di Revisione e del Collegio Sindacale).

Sono stati inoltre acquisiti i dati del *business plan* relativo agli anni 2016 – 2020, nonché il budget 2016 e la relazione semestrale 2016 sulla gestione, approvati dal dall'Organo Amministrativo della società e messi a disposizione del perito.

Nello specifico, il sottoscritto non ha svolto procedure di verifica né alcuna attività di revisione contabile, neppure limitata, dei dati ricevuti, ma ha condotto un'analisi sommaria volta a verificare la sostenibilità del piano industriale pluriennale e la ragionevolezza delle modalità tecniche di redazione dello stesso, la cui responsabilità compete agli Amministratori della Metroweb Genova S.p.A.

Nella seguente tabella si evidenziano i dati economici aggregati – storici e prospettici – di maggiore significatività riclassificati e utilizzati ai fini della valutazione in oggetto.

Conto Economico Riclassificato €/000	Bilanci Esercizio	Budget	Business plan
-----------------------------------------	-------------------	--------	---------------

	Anno 2011	Anno 2012	Anno 2013	Anno 2014	Anno 2015	Anno 2016	Anno 2017	Anno 2018	Anno 2019	Anno 2020
Fatturato	4.726	4.799	4.044	4.124	4.521	4.643	4.399	4.393	4.477	4.571
+/- Var. lav. in corso, lav. interni (Acquisti + Variazioni magazzino)	122	55	59	0	0	0	0	0	0	0
(Costi variabili comm./Industriali)	(84)	(104)	(17)	(4)	(6)	(6)	(6)	(6)	(6)	(7)
Proventi ordinari diversi	(487)	(606)	(590)	(614)	(630)	(629)	(632)	(641)	(653)	(661)
Proventi ordinari diversi	18	8	52	134	113	19	20	22	22	22
Margine di contribuzione	4.295	4.152	3.546	3.640	3.891	4.022	3.761	3.768	3.846	3.922
(Oneri diversi di gestione)	(23)	(69)	(102)	(134)	(97)	(96)	(97)	(98)	(100)	(101)
(Godimento beni di terzi)	(239)	(191)	(170)	(158)	(154)	(154)	(154)	(157)	(159)	(161)
Valore Aggiunto	4.033	3.692	3.274	3.348	3.747	3.778	3.450	3.513	3.581	3.662
(Costo del lavoro)	(232)	(235)	(325)	(320)	(327)	(350)	(355)	(362)	(368)	(375)
(Accantonamenti TFR)	(16)	(14)	(16)	(17)	(17)	(15)	(17)	(18)	(19)	(20)
Margine Operativo Lordo	3.785	3.642	2.936	3.011	3.403	3.412	3.158	3.136	3.194	3.267
(Amm.to di beni materiali)	(810)	(821)	(847)	(880)	(899)	(940)	(960)	(965)	(975)	(985)
(Amm.to di beni immateriali)	(1)	(1)	(31)	(45)	(47)	(49)	(51)	(51)	(53)	(55)
(Svalutazione crediti)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
(Altri Accantonamenti)	0	(150)	0	(50)	0	0	0	0	0	0
Utile Operativo Netto	2.975	2.671	2.058	2.036	2.487	2.423	2.147	2.117	2.166	2.227
Proventi finanziari	10	1	0	0	0	0	4	1	1	4
(Oneri finanziari)	0	(0)	(1)	0	0	(3)	0	0	0	0
+/- Rettifiche di valore di attività finanziarie	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
+/- Proventi/Oneri Straord. netti	4	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Utile Ante Imposte	2.989	2.671	2.057	2.036	2.487	2.420	2.151	2.116	2.167	2.231
(Imposte sul reddito)	(977)	(870)	(676)	(677)	(795)	(815)	(712)	(702)	(718)	(739)
Utile Netto	2.012	1.801	1.381	1.358	1.663	1.605	1.439	1.416	1.449	1.492

Parimenti, con il supporto della documentazione e delle informazioni fornite dal management, nonché dei bilanci di esercizio della società, il perito ha sintetizzato i flussi di cassa storici e previsionali così come riportati nella tabella sotto esposta.

CASH FLOW (€000)	Anno 2011	Anno 2012	Anno 2013	Anno 2014	Anno 2015	Anno 2016	Anno 2017	Anno 2018	Anno 2019	Anno 2020
Cash flow iniziale	1.255	1.409	2.254	525	831	1.540	2.480	1.942	1.343	1.943
Risultato Esercizio	2.012	1.801	1.381	1.358	1.663	1.605	1.439	1.416	1.449	1.492
IRU e voci non monetarie	(636)	(100)	(708)	(687)	805	1.468	3.795	(374)	(36)	(90)
Ammortamenti	810	821	878	925	946	989	1.011	1.016	1.028	1.040
Acc.li/(-) Utilizzi fondi	2	152	4	(45)	(106)	15	17	18	19	20
Cash Flow (ante var. CCN)	2.132	2.474	1.555	1.552	2.368	4.077	6.262	2.076	2.450	2.422
Variazione CCN	46	243	(528)	750	(143)	(324)	(4.851)	5.633	(149)	(38)
Cash Flow Gestione Operativa	2.235	2.916	1.027	2.302	2.451	3.753	1.411	7.709	2.311	2.384



Variazione Capitale Investito/Fisso	(238)	(360)	(1.046)	(684)	(1.452)	(1.305)	(421)	(369)	(366)	(328)
Cash Flow Gestione Operativa e Industriale	1.977	2.558	(17)	1.616	1.999	2.448	998	7.940	1.945	2.096
Proventi/(oneri) finanziari netti	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Cash Flow Gestione Non corrente	1.977	2.558	(17)	1.616	1.999	2.448	998	7.940	1.945	2.096
Erogazione dividendi	(1.643)	(1.912)	(1.711)	(1.312)	(1.290)	(1.508)	(1.525)	(1.367)	(1.345)	(1.377)
Cash Flow Attivo Fin.	(1.643)	(1.912)	(1.711)	(1.312)	(1.290)	(1.508)	(1.525)	(1.367)	(1.345)	(1.377)
Cash Flow Attivo Totale	354	646	(1.728)	304	709	940	(527)	(427)	600	719
Cash Flow Cumulato	1.608	2.254	521	881	940	2.480	1.953	1.526	1.925	2.644

Il perito ha altresì acquisito il principale contratto della società costituito dal contratto quadro sottoscritto in data 22 febbraio 2013 con l'operatore di telecomunicazioni Fastweb S.p.A., ai sensi del quale Metroweb Genova S.p.A. (già Saster Net S.p.A.) concede in affitto la propria rete di fibra ottica (*Dark Fiber Lease*) sino al 31 dicembre 2030 a fronte di un corrispettivo che garantisce l'80% del fatturato previsto nel *business plan*, così come confermato dai dati di bilancio.

Il perito ha inoltre avuto conferma dal management aziendale che, a fronte dell'accennata riorganizzazione dell'assetto societario, saranno mantenuti gli investimenti e le attività sul territorio, non lasciando intravedere significativi mutamenti in termini di mercato di riferimento e impegni assunti.

Tali prospettive garantiscono l'affidabilità delle previsioni di redditività e flussi di cassa risultanti dal piano industriale che presentano valori in sostanziale continuità con gli andamenti storici.

Sulla base delle considerazioni sin qui svolte, si procederà nei seguenti paragrafi allo sviluppo analitico dei valori utilizzati e del procedimento per la valutazione del capitale economico della società.

4.1.1 Valore attuale dei flussi di cassa operativi (OCF)

Uno dei punti centrali del procedimento di valutazione DCF è la previsione analitica dei flussi di cassa che l'azienda genererà nei futuri "n" periodi.



Come accennato in precedenza il metodo DCF si fonda sull'attualizzazione dei flussi di cassa generati dalla gestione operativa della società oggetto di valutazione, previsti individualmente per un determinato orizzonte o arco temporale di riferimento – ai fini della determinazione del valore della previsione esplicita – e che si manifesteranno in perpetuo dopo il predetto orizzonte temporale di riferimento, ai fini della determinazione del c.d. valore residuale o terminale;

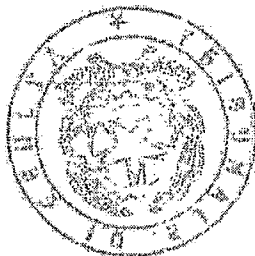
I flussi di cassa affesi hanno natura operativa e sono pertanto legati all'attività caratteristica della società esprimendo i "flussi di cassa disponibili" (free cash flow) che residuano dopo i costi operativi, le imposte e gli investimenti in capitale fisso e circolante.

I flussi di cassa disponibili rappresentano quindi le risorse destinate al soddisfacimento di tutti i portatori di mezzi finanziari nell'azienda, ovvero gli azionisti ed i finanziatori.

La determinazione dei flussi di cassa disponibili per l'azienda, calcolati prima degli oneri finanziari, è riassunta nel seguente prospetto:

Risultato Operativo	(€000)
(-) Imposte figurative su EBIT	
+ Ammortamenti	
+/- Accantonamenti a fondi al posto di eventuali utili	
+/- Variazioni negative/positive del capitale circolante	
(-) Investimenti in capitale fisso al netto di eventuali disinvestimenti	
+/- Altre voci non monetarie	
= Flusso di Cassa Operativa Netto	

Dal punto di vista tecnico i flussi di cassa vengono generalmente determinati sulla base di un piano industriale elaborato dal management aziendale e sviluppato con proiezioni su un arco temporale di 3, 5 o – in rare eccezioni – 10 anni, dal quale l'esperto recepisce le ipotesi di base e le migliori stime.



Nel caso di specie, i flussi di cassa operativi sono stati dedotti dalle proiezioni economico-patrimoniali e finanziarie elaborate dal management della Metroweb Genova S.p.A. per gli anni 2016 - 2020 e rappresentati nella tabella che segue.

Flussi di Cassa	€/000	2016	2017	2018	2019	2020
Risultato Operativo (EBIT)		2.423	2.151	2.118	2.167	2.231
(-) Imposte figurative su EBIT		(783)	(620)	(610)	(625)	(643)
+ Ammortamenti		989	1.011	1.016	1.028	1.040
+/- Accantonamenti a fondi di netto di eventuali utilizzi		13	17	18	19	19
+/- Variazioni negative/positive del capitale circolante		(1.305)	(421)	(369)	(364)	(328)
(-) Investimenti in capitale fisso di netto di eventuali disinvestimenti		(324)	(4.851)	5.633	(149)	(38)
+/- Altre voci non monetarie (IRU)		1.466	3.795	(374)	(36)	(90)
= Flusso di Cassa Operativo Netto		2.483	1.082	7.432	2.038	2.191

Non avendo la società ancora predisposto e approvato il bilancio dell'esercizio 2016, e non essendo stata fornita una situazione - seppure provvisoria - alla data del 31.12.2016, tale annualità è stata compresa dal perito tra i periodi previsionali contenuti nel piano industriale. Tuttavia, dalla documentazione disponibile, dalle informazioni fornite dal management aziendale e dalle risultanze dei verbali dell'Organo Amministrativo in possesso del perito, non sono emersi scostamenti rilevanti nei valori consuntivi rilevati in via provvisoria durante l'anno 2016.

4.1.3 Il costo medio ponderato del capitale (WACC)

Nella consapevolezza della sensibilità che una stima del valore economico di un'azienda possa avere rispetto ai dati previsionali che vengono considerati nel relativo modello valutativo, la prassi professionale indica alcune modalità e tecniche per contenere l'incertezza insita in tali informazioni, una su tutte rappresentata dall'attualizzazione dei flussi di cassa futuri. Il metodo dell'attualizzazione dei flussi di cassa si basa sul presupposto che l'aleatorietà delle previsioni venga adeguatamente ponderata mediante l'applicazione di un tasso che consideri il profilo di rischio tipico sia del settore di riferimento, sia della società oggetto di

valutazione e rifletta così la probabilità che le proiezioni previsionali possano o meno essere realizzate.

Traffandosi in via generale di flussi di cassa che remunerano tutti i portatori di finanziamenti all'azienda (c.d. *asset side*), il tasso assunto per l'attualizzazione dei flussi di cassa attesi è rappresentato dal costo medio ponderato del capitale (*Weighted Average Cost of Capital* - WACC), che riflette il rischio specifico dell'azienda, sia operativo sia finanziario.

Esso viene calcolato in base alla seguente formula:

$$WACC = k_e \cdot \frac{E}{D+E} + k_d(1-T) \cdot \frac{D}{D+E}$$

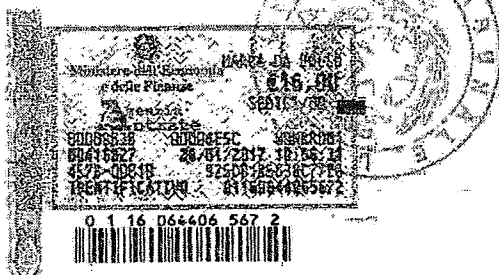
dove:

- k_e = costo del capitale proprio;
- $k_d \times (1-T)$ = costo del debito al netto dell'effetto fiscale;
- D = posizione finanziaria netta;
- E = valore di mercato del patrimonio netto o Equity

Nello specifico il WACC rappresenta la media ponderata del costo delle fonti di finanziamento di un'impresa, cioè del costo del capitale proprio (k_e) e del costo del capitale di debito (k_d), ossia il rendimento minimo richiesto dai finanziatori della società e dagli azionisti per impiegare i propri capitali nell'azienda. I flussi di cassa disponibili costituiscono infatti la fonte di liquidità per la remunerazione sia del capitale di debito che del capitale di rischio.

Ai fini del calcolo, i pesi sono costituiti dall'incidenza delle singole fonti di finanziamento sul capitale totale investito (E - Equity, capitale proprio e D - capitale di debito).

La struttura del capitale (o rapporto di indebitamento) è calcolata sulla base del valore corrente del debito e del patrimonio della società.



In alternativa può essere utilizzato un rapporto di indebitamento obiettivo ottimale (raggiungibile nel medio termine) oppure una stima puntuale anno per anno.

Nella prassi valutativa il costo del capitale proprio (K_e) viene solitamente calcolato applicando il cd modello *Capital Asset Pricing Model* (CAPM) rappresentato nella seguente formula:

$$K_e = R_f + \beta \cdot (R_m - R_f)$$

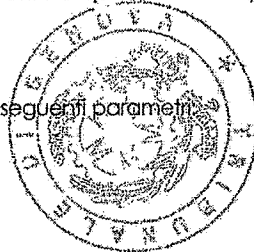
dove

- R_f = tasso di rendimento *free risk*, pari al rendimento delle attività prive di rischio e stimato sulla base del rendimento garantito da obbligazioni a medio-lungo termine emesse dallo Stato;
- β = coefficiente di volatilità o rischio sistematico, assunto come media dei beta di mercato di un campione di società comparabili;
- R_m = premio per il rischio di mercato
- $(R_m - R_f)$ = maggiore rendimento che gli investitori richiedono a fronte dell'investimento nel mercato azionario rispetto ad attività prive di rischio.

Il costo del capitale proprio (K_e), quindi, è pari al tasso di rendimento delle attività prive di rischio, incrementato di un premio per il rischio specifico, calcolato con riferimento al cosiddetto coefficiente beta, che misura il rischio sistematico dell'impresa in relazione alla volatilità del suo rendimento rispetto a quello del mercato.

Nel caso di Metroweb Genova S.p.A., il valore del WACC è stato assunto corrispondente al costo del capitale proprio (K_e) in considerazione del fatto che la società non ha debito finanziario, ma presenta una posizione finanziaria netta c.d. *cash positive* che va ad alimentarsi nel corso degli anni del piano industriale qui considerato per effetto dei flussi finanziari positivi generati dalla gestione.

Esso è stato stimato sulla base dei seguenti parametri



- ✓ tasso privo di rischio (R_f) o *free risk* determinato sulla base del rendimento dei titoli privi di rischio a lungo termine. A tal fine si è deciso di considerare la quotazione dei titoli di Stato Italiani decennali (BTP) al 31 dicembre 2016;
- ✓ il "beta di settore" (β) è stato assunto sulla base dei coefficienti di aziende quotate e quanto più possibile comparabili per il profilo di rischio, attività svolta, ambito di riferimento, presenti nelle banche dati di riferimento⁷. In considerazione della struttura finanziaria della società, che non presenta debiti finanziari, bensì una situazione *cash positive*, è stato considerato un fattore ricalcolato e corretto in tal senso, in funzione della liquidità (c.d. *Unlevered beta corrected for cash*);
- ✓ il premio di mercato è stato desunto dalle banche dati di settore, sulla base delle rilevazioni effettuate per il rischio azionario relativo al mercato Italia⁸. Il premio per il rischio è stato altresì "personalizzato" mediante applicazione del coefficiente β , che misura il rischio della specifica azienda, espresso dalla volatilità del suo rendimento rispetto a quello dell'intero mercato;
- ✓ è stato altresì previsto un rischio aggiuntivo (non sistematico), ossia un fattore di correzione del tasso WACC utilizzato per limitare e assorbire il grado di incertezza delle previsioni.

Si riassume infine nella seguente tabella i dati sopra descritti per la determinazione del valore del WACC.

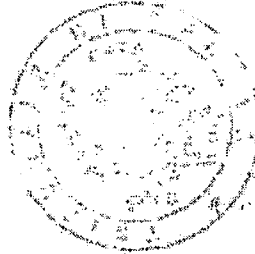
WACC	
Tasso free risk (R_f)	1,80%
Premio per il rischio di mercato (R_m)	8,40%
Beta di settore (β)	0,81

⁶ Fonte Il Sole 24 Ore 31 dicembre 2016

⁷ Fonte Aswath Damodaran: Beta, Unlevered beta and other risk measures. Last Updated in January 2017.

⁸ Fonte Aswath Damodaran : Total Equity Risk Premium (rating), Last Updated in January 2017.

Costo del capitale (Ke)	7,15%
Rischio non sistematico	1,00%
WACC	8,15%



4.1.3 Il valore della previsione esplicita

Sulla base del tasso WACC come sopra determinato, il perito ha proceduto alla determinazione del valore attuale dei flussi di cassa operativi per il periodo di proiezione esplicita dato dalla sommatoria dei singoli flussi di cassa operativi periodici attualizzati riassunti nel seguente prospetto.

Valore previsione esplicita	2016	2017	2018	2019	2020
Free cash Flow	2.483	1.082	7.432	2.038	2.191
WACC	8,15%	8,15%	8,15%	8,15%	8,15%
Coefficiente di attualizzazione	100,00%	92,47%	85,50%	79,06%	73,11%
Valore attuale	2.483	1.001	6.354	1.612	1.602
Totale previsione esplicita	13.051				

4.1.4 Il valore terminale (TV)

Il valore terminale, che rappresenta il valore della società al termine dell'orizzonte di previsione, è una grandezza di sintesi che esprime il valore attuale dei flussi di cassa operativi previsti per il periodo successivo all'orizzonte temporale esplicito di proiezione.

Tale valore è determinato sulla base di due variabili principali:

- ✓ il flusso di cassa operativo normalizzato del primo anno dopo il periodo di previsione analitica;
- ✓ il tasso di crescita di tale flusso atteso in perpetuo (denominato "g" - growth rate).

Il valore finale viene in genere calcolato attualizzando, secondo la formula della rendita perpetua, il flusso di cassa dell'anno n-esimo (ultimo anno di previsione esplicita), incrementato di un tasso di crescita perpetua (g).

$$TV = \frac{OFCF_n}{WACC - g}$$

Il valore risultante dalla formula sopra esposta viene attualizzato alla data di riferimento della valutazione ottenendo quindi quel flusso di cassa teorico che l'azienda potrebbe generare perpetuamente.

Secondo quanto evidenziato dalla dottrina, l'incidenza del *terminal value* è solitamente compresa tra il 50% ed il 70% del valore economico complessivo della realtà aziendale da valutare, per percentuali maggiori aumenta l'incertezza del processo valutativo che ha come conseguenza la riduzione dell'affidabilità della valutazione.

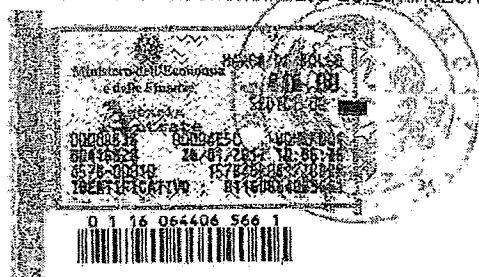
Per il calcolo di tale valore terminale la dottrina considera la formula sopra esposta che prevede l'adozione di un tasso di crescita (g) cosiddetta "aggressiva", e quella che ne esclude il suo utilizzo cosiddetta di "convergenza".

Nella presente valutazione, il *terminal value* è stato quantificato attualizzando con la formula della rendita perpetua il flusso di cassa dell'ultimo anno della previsione esplicita (2020).

Si è ritenuto tuttavia opportuno non utilizzare il coefficiente di crescita (g) per i periodi successivi all'orizzonte temporale esplicito di proiezione in quanto risulta difficile poter sostenere una crescita del fatturato per un periodo indefinito.

Sembra infatti molto più realistico e razionale ipotizzare che, dopo un'eventuale crescita a ritmi sostenuti nei primi anni, nel medio e lungo periodo il mercato, e di conseguenza l'azienda, entri in una fase di maturità con tassi di crescita vicini allo zero, se non addirittura negativi.

Di seguito si riassumono i valori ottenuti dalla determinazione del *terminal value*



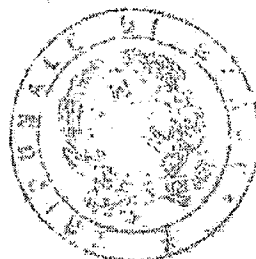
Valore Terminale	€/000
Perpetuity (OFCF ₂₀₂₀)	2.191
Tasso di sconto - WACC	8,15%
Perpetual gr. rate	0,00%
Valore terminale al 2020	26.897
Coefficiente di attualizzazione	67,60%
Valore terminale	18.182

4.1.3 La posizione finanziaria netta

All'Enterprise value (EV), ottenuto sommando i flussi di cassa attualizzati relativi al periodo di previsione esplicita e il terminal value (TV), deve essere da ultimo sommata la posizione finanziaria netta calcolata come totale dei debiti finanziari, sia a breve sia a lungo termine, al netto delle disponibilità liquide e delle attività finanziarie in portafoglio e facilmente liquidabili. Laddove possibile la posizione finanziaria netta dovrebbe essere espressa a valori di mercato. Nella prassi valutativa, spesso, si utilizza la posizione finanziaria netta consolidata risultante dall'ultimo bilancio approvato.

Nella valutazione in oggetto, non essendo disponibile – poiché non ancora approvato alla data di redazione della stessa – il bilancio dell'esercizio 2016, e avendo incluso tale annualità nel periodo di previsione esplicita sulla base dei dati contenuti nel piano industriale, il perito ha assunto il valore della posizione finanziaria netta alla data del 31.12.2015 pari a complessivi €/000 1.540.

In ultimo, dall'analisi svolta dal perito, dai documenti a disposizione dello stesso e dai colloqui con il management aziendale non sono emersi elementi che abbiano reso necessario integrare il fair value sin qui stimato con il valore di asset non strumentali ovvero minorities, non inclusi nelle proiezioni dei flussi di cassa operativi e da considerare separatamente.



1.2. Valutazione del capitale economico e sinossi valutativa

La definizione di valore del capitale economico non dipende esclusivamente dal processo di valutazione adottato.

Talvolta la valutazione è condizionata da esigenze di garanzia degli interessi di terzi (soci, creditori, acquirenti venditori etc.). In tali circostanze la perizia di stima fornisce un valore che costituisce un limite minimo. In altre parole, la preoccupazione del valutatore è quella di stabilire un valore al di sotto del quale l'oggetto di stima non può ragionevolmente quantificarsi.

Nella presente valutazione, la quantificazione dell'azienda è finalizzata ad ottenere un valore di congruità del prezzo di vendita o *fair price*, secondo criteri di obiettività, razionalità e generalità.

Sulla base dell'analisi condotta con il metodo finanziario e secondo il procedimento sopra evidenziato, è possibile pervenire ad una valutazione stimata del capitale economico dell'entità oggetto della presente valutazione riferita alla data del 31 dicembre 2016 rappresentata dalla formula:

$$W = OFCF + TV + PFN$$

Il valore del capitale economico dell'intero complesso di Metroweb Genova S.p.A., risulta pertanto quantificabile, sulla base delle considerazioni svolte in:

Valore del capitale economico	€/000
Valore attuale dei flussi di previsione esplicita (EV - OFCF)	13.051
Valore terminale (EV - TV)	18.182
Posizione finanziaria netta (PFN)	1.540
Valore del capitale economico Metroweb Genova S.p.A.	32.773



1.3 Conclusioni

In considerazione di quanto sopra esposto ed essendo l'intero capitale sociale di Metroweb Genova S.p.A. rappresentato da n. 7.900.000 azioni, ne discende che a ogni singola azione può essere attribuito un valore di Euro 4,15 e conseguentemente al valore della partecipazione detenuta da A.S.Ter. S.p.A. corrispondenti a n. 1.185.000 azioni, pari a nominali Euro 1.185.000,00 corrispondenti al 15% del capitale sociale della società **Metroweb Genova S.p.A.**, il valore di **Euro 4.915.950** arrotondato in

Euro 4.900.000

Genova, 14 Marzo 2017

Il Perito

Dott. Alberto Gallo



Dimostrazione della convenienza economica complessiva relativa alla vendita della partecipazione di Aster in Metroweb Genova SpA.

In data 4 agosto 2016 è stato raggiunto un accordo che prevede l'acquisizione da parte del Gruppo Enel in partnership con Cassa Deposito e Prestiti, del Gruppo Metroweb Italia.

La Società di scopo Enel Open Fiber con un atto di fusione incorporerà la Società Metroweb, che a sua volta avrà incorporato tutte le altre Società del Gruppo, al fine di garantire una governance unitaria ed operare con la più ampia autonomia imprenditoriale, nel campo della banda larga.

Aster detiene una partecipazione pari al 15% di Metroweb Genova S.p.A. e, a seguito della manifestazione di interesse all'acquisto da parte di Metroweb Italia, e come previsto dagli indirizzi del Comune di Genova con delibera di Giunta n. 313 del 22.12.2016, l'Azienda ha fatto redigere una perizia asseverata dal Tribunale che valorizza la partecipazione ad €/mgl. 4.900. L'ultima offerta di MWG, pervenuta in data 9 marzo è pari ad €/mgl. 5.150, quindi un valore indubbiamente congruo rispetto al valore periziato.

La vendita della partecipazione di Aster è l'ultimo e conclusivo tassello della suddetta rilevante operazione.

Aster realizzerà una plusvalenza che al netto della tassazione (peraltro agevolata) ammonterà a circa €/mgl. 4.000.

La plusvalenza corrisponde all'attualizzazione, per più di 20 anni, dei mancati eventuali futuri dividendi (valore medio pari ad €/mgl. 220 l'anno) che l'Azienda ha percepito ogni anno a seguito della distribuzione dell'utile di Metroweb Genova.

Questo rende estremamente vantaggiosa la vendita di questa partecipazione. Per contro, se Aster non vendesse, diventerebbe azionista di una percentuale bassissima di capitale e quindi con impossibilità ad esercitare qualsiasi diritto. Gli investimenti che sono necessari a questo business, almeno per i primi anni di esercizio, faranno limitare, se non addirittura bloccare, la distribuzione di dividendi. Inoltre si andrà verso possibili richieste di aumento di capitale sociale a cui Aster non potrebbe fronteggiare per mancanza di fondi.



Rev. 04



249/25

Anche da un punto di vista finanziario Aster ne avrebbe un beneficio: con l'incasso del corrispettivo suddetto migliorerebbe la sua liquidità e limiterebbe di molto l'utilizzo dei fidi bancari, altrimenti indispensabili all'azienda per supplire al ritardo degli incassi dei lavori eseguiti per la C.A., con un risparmio economico annuo di circa €/mgl. 50 per interessi passivi bancari.

Si segnala infine che nella lettera di offerta pervenuta il 9 marzo MWG ipotizza una collaborazione tra Enel Open Fiber ed Aster nella progettazione e realizzazione degli interventi previsti nella nostra Città per la realizzazione della rete FTTH, che prevedono investimenti per circa €/mgl. 60.000.

Si ritiene che tale collaborazione, oltre a poter consentire lo svolgimento di attività remunerative per l'Azienda sia essenziale per permettere alla Civica Amministrazione, tramite la sua Azienda partecipata, di partecipare al controllo ed alla gestione di un'attività importante, ma anche impattante per il territorio cittadino.

La presente relazione costituisce parte integrante e sostanziale del verbale del Consiglio di Amministrazione di Aster del 13 marzo 2017.

Il Presidente e Amministratore Delegato
(Arch. Agostino Barisione)





COMUNE DI GENOVA

**E' PARTE INTEGRANTE DELLA PROPOSTA DI DELIBERAZIONE
172 0 0 N. 2017-DL-80 DEL 14/03/2017 AD OGGETTO:
AUTORIZZAZIONE ALLA VENDITA DELLE AZIONI METROWEB
(15%) DETENUTE DA ASTER S.P.A. MEDIANTE NEGOZIAZIONE
DIRETTA CON UN SINGOLO ACQUIRENTE.**

PARERE TECNICO (Art 49 c. 1 D.Lgs. 267/2000)

Si esprime parere favorevole in ordine alla regolarità tecnica del presente provvedimento

15/03/2017

Il Dirigente Responsabile
[Dott.ssa Lidia Bocca]



COMUNE DI GENOVA

ALLEGATO AL PARERE TECNICO
ART. 7, COMMA 3, REGOLAMENTO DI CONTABILITA'

CODICE UFFICIO: 172 0 0 DIREZIONE PARTECIPATE

Proposta di Deliberazione N. 2017-DL-80 DEL 14/03/2017

OGGETTO: AUTORIZZAZIONE ALLA VENDITA DELLE AZIONI METROWEB (15%) DETENUTE DA ASTER S.P.A. MEDIANTE NEGOZIAZIONE DIRETTA CON UN SINGOLO ACQUIRENTE.

a) La presente proposta di deliberazione **comporta l'assunzione di impegni di spesa** a carico del bilancio di previsione annuale, pluriennale o degli esercizi futuri?

SI

NO

Nel caso di risposta affermativa, indicare nel prospetto seguente i capitoli di PEG (e gli eventuali impegni già contabilizzati) ove la spesa trova copertura:

Anno di esercizio	Spesa di cui al presente provvedimento	Capitolo	Impegno	
			Anno	Numero

b) La presente proposta di deliberazione **comporta una modifica delle previsioni** di entrata o di spesa del bilancio di previsione annuale, pluriennale o degli esercizi futuri?

SI

NO

Nel caso in cui si sia risposto in modo affermativo alla precedente domanda b) compilare il prospetto seguente:

Anno di esercizio	Capitolo	Centro di Costo	Previsione assestata	Nuova previsione	Differenza + / -

c) La presente proposta di deliberazione **comporta una modifica dei cespiti inventariati o del valore della partecipazione** iscritto a patrimonio?

SI

NO

Nel caso in cui si sia risposto in modo affermativo alla precedente domanda c) compilare il prospetto seguente (per i cespiti ammortizzabili si consideri il valore ammortizzato):

Tipo inventario e categoria inventariale	Tipo partecipazione (controllata/collegata o altro)	Descrizione	Valore attuale	Valore post-delibera

d) La presente proposta di deliberazione, ove riferita a società/enti partecipati, è coerente con la necessità di assicurare il permanere di condizioni aziendali di solidità economico-patrimoniale dei medesimi, in relazione agli equilibri complessivi del bilancio dell'Ente?

SI

NO

Nel caso in cui si sia risposto in modo negativo alla precedente domanda d) compilare il prospetto seguente:

Effetti negativi su conto economico	
Effetti negativi su stato patrimoniale	

Osservazioni del Dirigente proponente:

Genova, 15/03/2017

Il Dirigente
(Dott.ssa Lidia Bocca)



COMUNE DI GENOVA

**E' PARTE INTEGRANTE DELLA PROPOSTA DI DELIBERAZIONE
172 0 0 N. 2017-DL-80 DEL 14/03/2017 AD OGGETTO:
AUTORIZZAZIONE ALLA VENDITA DELLE AZIONI METROWEB
(15%) DETENUTE DA ASTER S.P.A. MEDIANTE NEGOZIAZIONE
DIRETTA CON UN SINGOLO ACQUIRENTE.**

PARERE REGOLARITA' CONTABILE (Art. 49 c. 1 D.Lgs. 267/2000)

Ai sensi e per gli effetti dell'art. 49 - comma 1 - T.U. D.lgs 18 agosto 2000 n. 267 si esprime parere favorevole in ordine alla regolarità contabile del presente provvedimento.

15/03/2017

Il Dirigente Responsabile
[Dott. Giovanni Librici]



COMUNE DI GENOVA

**E' PARTE INTEGRANTE DELLA PROPOSTA DI DELIBERAZIONE
172 0 0 N. 2017-DL-80 DEL 14/03/2017 AD OGGETTO:
AUTORIZZAZIONE ALLA VENDITA DELLE AZIONI METROWEB
(15%) DETENUTE DA ASTER S.P.A. MEDIANTE NEGOZIAZIONE
DIRETTA CON UN SINGOLO ACQUIRENTE.**

ATTESTAZIONE COPERTURA FINANZIARIA (Art. 153 c. 5 D.Lgs. 267/2000)

Non necessita.

15/03/2017

Il Direttore di Ragioneria
[Dott. Giovanni Librici]



COMUNE DI GENOVA

Parere relativo alla proposta 2017/DL/80 del 14.03.2017 ad oggetto: "Autorizzazione alla vendita delle azioni metroweb (15%) detenute da Aster s.p.a. mediante negoziazione diretta con un singolo acquirente"

Ai sensi dell'art. 239, comma 1, lettera b) del D.Lgs 267 del 18 agosto 2000 il Collegio dei Revisori dei Conti del Comune di Genova, con riferimento alla proposta 2017/DL/80 del 14.03.2017 ad oggetto: "Autorizzazione alla vendita delle azioni metroweb (15%) detenute da Aster s.p.a. mediante negoziazione diretta con un singolo acquirente", tenuto conto dei pareri espressi dai Dirigenti Responsabili, esprime il proprio nulla osta.

Il Collegio dei Revisori dei Conti

Dott.ssa Mariella	Troina
Dott. Roberto	Benati
Dott. Vittorio	Ingenito

(documento firmato digitalmente)

15 marzo 2017



COMUNE DI GENOVA

**E' PARTE INTEGRANTE DELLA PROPOSTA DI DELIBERAZIONE
172 0 0 N. 2017-DL-80 DEL 14/03/2017 AD OGGETTO:
AUTORIZZAZIONE ALLA VENDITA DELLE AZIONI METROWEB
(15%) DETENUTE DA ASTER S.P.A. MEDIANTE NEGOZIAZIONE
DIRETTA CON UN SINGOLO ACQUIRENTE.**

<p>PARERE DI LEGITTIMITA' DEL SEGRETARIO GENERALE (Ordinanza Sindaco n. 419 del 1.12.2016)</p>

<p>Si esprime parere favorevole in ordine alla legittimità del presente provvedimento</p>

16/03/2017

Il Segretario Generale
[Avv. Luca Uguccioni]

