

Relazione di stima ai sensi dell'art. 2343-*ter* C.C.,
comma 2, lett. b) del valore del ramo di azienda
relativo agli asset del servizio idrico integrato di
proprietà della società Ravenna Holding S.p.A.

in vista del suo conferimento nella società
Romagna Acque – Società delle Fonti (RASDF)

Esperto:
Prof. Dott. Stefano Santucci
Piazzetta Maurilio Bossi, 4
20121 Milano

Indice

1. Premessa e incarico

- 1.1 Conferimento dell'incarico e riferimenti normativi
- 1.2 Finalità della perizia e limiti dell'attività svolta
- 1.3 Documentazione acquisita e fonti utilizzate

2. Ragioni e presupposti dell'operazione

- 2.1 Le società coinvolte nell'operazione
- 2.2 Il progetto di conferimento come razionalizzazione del SII nella programmazione degli enti locali soci di RASDF
- 2.3 Il progetto di conferimento e gli atti provvedimentali di ATERSIR e ARERA

3. Cenni sulla Società conferente il ramo – Ravenna Holding S.p.A.

- 3.1 Inquadramento societario e assetto proprietario
- 3.2 Evoluzione storica con riferimento al SII
- 3.3 Ruolo della società nell'ambito del modello romagnolo del SII

4. Descrizione del ramo d'azienda oggetto di conferimento

- 4.1 Identificazione degli asset conferiti
- 4.2 Analisi voci della situazione patrimoniale al 30 giugno 2025
- 4.3 Sintesi conclusiva

5. Criteri e metodi di valutazione

- 5.1 Quadro normativo di riferimento
- 5.2 Scelta della metodologia valutativa
- 5.3 Parametri di riferimento e ipotesi adottate
- 5.4 Eventuali criteri alternativi considerati

6. Valutazione di congruità dei valori di conferimento del ramo conferito

- 6.1 Ricostruzione del valore economico
- 6.2 Confronto fra valori contabili e valori recuperabili
- 6.3 Sintesi e giudizio professionale

7. La determinazione del valore del ramo oggetto di conferimento e attestazione ai sensi dell'art. 2343 c.c., comma 1.



1. Premessa e incarico

1.1 Conferimento dell'incarico e riferimenti normativi

Con incarico accettato in data 6 giugno 2020 il legale rappresentante pro-tempore della Società Romagna Acque Società delle Fonti S.p.A. Dottor Tonino Bernabè conferiva al sottoscritto Stefano Santucci, Professore di Bilancio Integrato nell'Università di Pavia, Dottore Commercialista e revisore legale iscritto nella sezione A del registro dei revisori legali tenuto presso il Ministero della Giustizia al n. 52845 è stato incaricato, in qualità di esperto indipendente, della redazione della presente perizia di stima del ramo d'azienda costituito dagli asset patrimoniali afferenti al Servizio Idrico Integrato (SII) della Società (Nome società), destinato ad essere conferito essere conferito in **Romagna Acque – Società delle Fonti S.p.A. (RASDF)**.

Successivamente, in data 22 maggio 2025 ed in vista del completamento dell'incarico professionale di cui sopra, lo scrivente era altresì incaricato dal presidente di RASFD di effettuare una analisi circa le relazioni fra i profili tariffari e la valutazione degli asset de quibus, anche al fine di consentire una compiuta valutazione in merito alla corretta impostazione del regime di valutazione dei beni oggetto del conferimento a seguito dell'avvenuta iscrizione degli stessi nel bilancio della società conferitaria.

Il conferimento dell'incarico trova fondamento negli articoli **2343 e 2343-ter**, relativi alle valutazioni dei conferimenti in natura, nonché nell'art. **2441, comma 6 c.c.** per quanto attiene all'esclusione del diritto di opzione in operazioni di conferimento.

Sono stati altresì considerati:

- il **d.lgs. n. 175/2016 (Testo Unico delle Società a Partecipazione Pubblica – TUSP)**, che disciplina i principi di razionalizzazione e trasparenza delle società partecipate dagli enti locali;
- le disposizioni del **Codice civile** per il rispetto dei principi generali di corretta rappresentazione patrimoniale e prudenza valutativa delle poste attive e passive di bilancio, opportunamente integrate dall'analisi dei correlati principi contabili nazionali, emanato dall'OIC - Organismo Italiano di Contabilità;
- i **Principi Italiani di Valutazione (PIV)** emanati dall'OIV – Organismo Italiano di Valutazione, nonché i **Principi Internazionali di Valutazione (emanati dall'IVS – International Valuation Standards)**.

}}

1.2 Finalità della perizia e limiti dell'attività svolta

La presente relazione peritale ha la finalità di determinare il **valore economico del ramo d'azienda oggetto di conferimento da parte di Ravenna Holding S.p.a., con sede in Ravenna, Via Trieste 90/a, CF/PI 02210130395**, ai fini della sua corretta iscrizione in sede di aumento di capitale di RASDF a favore della società conferente.

Le valutazioni espresse hanno natura esclusivamente tecnica e non contengono considerazioni di opportunità gestionale o scelte discrezionali di politica industriale, che rimangono riservate agli organi competenti.

L'oggetto della stima è circoscritto agli **asset patrimoniali del SII** individuati dalla società conferente e ricompresi nelle convenzioni stipulate con ATERSIR e con il gestore operativo Hera S.p.A., come specificato al paragrafo 4.

Non rientrano nell'ambito della presente perizia eventuali valutazioni su beni estranei al ramo, attività finanziarie o passività non pertinenti.

1.3 Documentazione acquisita e fonti utilizzate

Ai fini della stima, il sottoscritto ha acquisito ed esaminato la seguente documentazione, ritenuta rilevante e sufficiente per la formazione del giudizio peritale:

- Statuto e visura camerale della società conferente;
- Deliberazioni assembleari e consiliari relative al progetto di conferimento;
- Convenzioni sottoscritte tra ATERSIR, Hera e le società patrimoniali, con particolare riferimento a quelle riguardanti la messa a disposizione dei beni e il finanziamento delle opere del SII;
- Deliberazioni di ATERSIR e di ARERA in materia tariffaria;
- Bilanci d'esercizio e relazioni allegate della società conferente (ultimi tre esercizi disponibili);
- Piani Economico-Finanziari (PEF) predisposti in contraddittorio con ATERSIR per i sub-ambiti di riferimento;
- Documentazione tecnica e inventariale relativa agli asset oggetto di conferimento (elenco reti, impianti, dotazioni patrimoniali);
- Eventuali pareri e relazioni di supporto predisposti da consulenti legali, tecnici o regolatori.

Sono inoltre stati considerati i riferimenti normativi e regolatori nazionali (Codice civile, TUSP, deliberazioni ARERA) e la normativa locale (atti di ATERSIR e del Consiglio d'Ambito).

La data di riferimento della presente valutazione di stima è il 30 giugno 2025.



2. Ragioni e presupposti dell'operazione

Il progetto di conferimento degli asset del Servizio Idrico Integrato (SII) di proprietà delle società patrimoniali romagnole in **Romagna Acque – Società delle Fonti S.p.A. (RASDF)** si inserisce in un percorso avviato già dal 2015 dagli Enti locali, volto alla creazione di un polo unico pubblico di aggregazione delle infrastrutture idriche.

Il nuovo **Metodo Tariffario Idrico (MTI-4)**, approvato da ARERA con delibera 639/2023/R/idr per il periodo regolatorio 2024–2029, rafforza la coerenza di tale progetto, ponendo come obiettivi:

- il miglioramento continuo del servizio e la sicurezza degli approvvigionamenti;
- la promozione degli investimenti e l'aggiornamento del Piano delle Opere Strategiche fino al 2035;
- la sostenibilità energetica e ambientale, con incentivi al riuso delle acque e all'efficienza energetica;
- la resilienza ai cambiamenti climatici;
- l'ampliamento del perimetro del servizio al drenaggio urbano;
- la stabilità tariffaria e la cooperazione fra tutti i livelli di governance del settore.

Il progetto di conferimento risponde quindi a finalità di **razionalizzazione, efficienza ed economicità**, ponendosi in linea con le direttrici del MTI-4 e con le deliberazioni di ARERA e ATERSIR che, negli ultimi anni, hanno consolidato il ruolo delle società patrimoniali come soggetti proprietari delle infrastrutture e finanziatori degli investimenti, con copertura garantita in tariffa.

2.1 Le società coinvolte nell'operazione

a) Le società delle reti

Le società conferenti (Amir, Sis, Unica Reti, Team e Ravenna Holding) rappresentano i soggetti patrimoniali proprietari delle reti, impianti e dotazioni del SII, costituite a partire dai primi anni 2000 per dare attuazione al modello previsto dalla normativa di settore (legge Galli e successive norme regionali).

Esse hanno come funzione principale quella di **detenere la proprietà dominicale delle infrastrutture e metterle a disposizione del gestore operativo**, in regime convenzionale regolato da ATERSIR.

Sono società interamente partecipate da enti pubblici; le azioni sono statutariamente incedibili, in linea con quanto previsto dal Testo Unico in materia di società a partecipazione pubblica (d.lgs. n. 175/2016) e dal d.lgs. 201/2023.

Le società interessate dal progetto sono:

- **Amir S.p.A.:** società delle reti per l'area nord della provincia di Rimini;
- **SIS S.p.A.:** società delle reti per l'area sud della provincia di Rimini;
- **Unica Reti S.p.A.:** società patrimoniale della provincia di Forlì-Cesena;
- **TE.AM. S.r.l.:** società patrimoniale della provincia di Ravenna (zona nord-ovest);
- **Ravenna Holding S.p.A.:** società patrimoniale della provincia di Ravenna, subentrata nel 2012 ad Area Asset.

Tutti i soci delle società delle reti sono già soci diretti o indiretti di RASDF, assicurando così la coerenza e continuità della governance pubblica.

b) Romagna Acque – Società delle Fonti S.p.A. (RASDF)

RASDF è una società interamente partecipata da enti locali, con azioni incredibili, che già oggi svolge funzioni di gestione patrimoniale delle reti e di fornitura all'ingrosso. Lo statuto è stato adeguato al TUSP e prevede il controllo analogo congiunto da parte dei soci.

2.2 Il progetto di conferimento come razionalizzazione del SII nella programmazione degli enti locali soci di RASDF

Il progetto di conferimento rappresenta l'evoluzione organica di un percorso condiviso dai soci locali e dalle società patrimoniali lungo oltre un decennio. Esso risponde a esigenze di **efficienza, coordinamento e sostenibilità finanziaria**, ed è giustificato da molteplici elementi concretamente maturati e di seguito riepilogati:

- Evoluzione della governance territoriale e visione integrata dell'acquedotto all'ingrosso

Fin dal 2015 gli Enti locali romagnoli hanno promosso l'idea di un polo comune attorno a Romagna Acque (oggi RASDF) per aggregare gli asset idrici delle diverse province. Tale orientamento è stato codificato attraverso delibere assembleari, coordinamenti soci, e aggiornamenti statutari. Il conferimento diventa così una fase operativa di un disegno strategico già avviato, volto ad accrescere la dimensione patrimoniale e il coordinamento infrastrutturale.

- Sinergie operative e razionalizzazione delle società partecipate

Con il conferimento si punta a:

1. eliminare duplicazioni di funzioni amministrative, tecniche e gestionali;
2. concentrare in un'unica struttura i processi di progettazione, manutenzione e controllo delle reti;
3. ottenere economie di scala nella gestione patrimoniale e negli acquisti, nella programmazione degli investimenti e nelle gare di affidamento di lavori.

- **Coerenza con il quadro regolatorio e tariffario vigente:**
ATERSIR, nelle sue deliberazioni e nei Piani d'Ambito, ha sempre promosso l'accumulazione di massa critica patrimoniale come elemento essenziale per garantire la copertura dei costi infrastrutturali. In particolare, l'esperienza della *Motivata Istanza 2020* ha definito un principio nuovo — il riconoscimento in tariffa dei beni ex-Comuni — che stabilisce un precedente regolatorio di riferimento. Tale principio, originariamente applicato solo a Ravenna, TE.AM e Unica Reti, viene assunto come criterio estensibile a tutte le società conferenti, per garantire una valutazione omogenea e evitare discriminazioni tra bacini;
- **Adeguamento alle esigenze emergenti e resilienza territoriale**
Le alluvioni del maggio 2023 e altri eventi climatici estremi hanno reso evidente la necessità di rafforzare le infrastrutture idriche con investimenti mirati. Tale esigenza impone modalità di programmazione e finanziamento più robuste e centralizzate, che un unico soggetto patrimoniale come RASDF può meglio supportare. La razionalizzazione tramite conferimento consente anche di predisporre una dotazione patrimoniale aggregata che è più solida per accedere a finanziamenti europei, fondi nazionali e cofinanziamenti.
- **Supporto alla stabilità tariffaria e al sostenimento degli oneri patrimoniali:**
Parte integrante del progetto è la garanzia che il valore conferito potrà essere recuperato nei futuri periodi regolatori. Il conferimento non è un atto puramente contabile: deve essere accompagnato dall'inserimento nei piani tariffari dei canoni e ammortamenti necessari, come già avvenuto per i beni ex-Comuni, in modo che il sistema tariffario non sopporti costi "nascosti". In questo senso, il conferimento rafforza la legittimità degli impegni degli enti locali nei confronti del gestore e del sistema, perché rende più chiare le relazioni tra patrimonio, tariffa e impegni d'investimento.

2.3 Il progetto di conferimento e gli atti provvedimenti di ATERSIR e ARERA

Per comprendere appieno le ragioni dell'operazione è indispensabile collocarla nel quadro degli atti e delle deliberazioni regolatorie, convenzionali e di natura consulenziale che ne costituiscono i presupposti e che vengono riepilogate di seguito:

1. **Motivata Istanza 2020 e Delibera CAMB/2020/86:** ATERSIR ha elaborato e sottoposto all'Autorità la *Motivata Istanza* contenente le ipotesi di riconoscimento tariffario dei beni patrimoniali, con particolare attenzione ai beni ex-Comuni, che fino ad allora non avevano trovato copertura tariffaria. Le deliberazioni consiliari locali e di ambito (Ravenna e Forlì-Cesena) hanno approvato l'istanza e l'invio ad ARERA, che ha accolto la proposta nella delibera 86/2020. Tale approvazione ha consentito di includere nei programmi di investimento beni nuovi e riprogettazioni dal 2022 in avanti. In sostanza, la *Motivata Istanza* ha rappresentato il momento normativo-regolatorio che ha sancito il principio del riconoscimento tariffario dei cespiti ex-Comuni, condizione fondamentale per legittimare il conferimento successivo.

2. **Schemi regolatori ARERA e loro recepimento:** Con le deliberazioni ARERA n. 569/2021 (Ravenna) e 581/2021 (Forlì-Cesena) sono stati approvati gli schemi tariffari che includono le componenti derivanti dalla Motivata Istanza. Ciò ha consolidato il riconoscimento tariffario dei canoni e ammortamenti per le società patrimoniali dei due bacini. In prospettiva, il passaggio al MTI-4, pur apportando novità regolatorie, mantiene elementi centrali quali la copertura del capitale, la possibilità di riconoscimento degli “Altri Corrispettivi” (ACist) e meccanismi di adeguamento delle tariffe, fattori che rendono coerente la prosecuzione del progetto di aggregazione patrimoniale.
3. **Convenzioni e accordi attuativi con le società patrimoniali:** le società delle reti hanno sottoscritto convenzioni con ATERSIR e il gestore Hera che regolano il canone, la messa a disposizione dei beni, il vincolo di reinvestimento e le modalità di aggiornamento. Per il bacino di Rimini, anche Amir e SIS hanno firmato convenzioni con ATERSIR a esito della gara per il SII, disciplinando le relazioni patrimoniali con il gestore. Tali convenzioni prevedono clausole compatibili con le regole ARERA e integrabili con i principi della Motivata Istanza. Inoltre, sono stati sottoscritti accordi quadro e attuativi per il finanziamento delle opere del SII nei tre territori (Ravenna, Forlì-Cesena, Rimini) da parte di RASDF e delle società patrimoniali, cui spetta subentrare nel quadro patrimoniale aggregato. Ad esempio, la *Determinazione n. 274 del 21 dicembre 2021* disciplina un Accordo quadro tra ATERSIR, Hera e RASDF per le opere del SII nei territori di Rimini e le relative modalità tecniche e finanziarie (cd. “Motivata Istanza 2021”);
4. **Parere sul sistema tariffario:** ATERSIR ha richiesto un parere tecnico al prof. Bruti Liberati (reso il 29 ottobre 2024) per verificare se il canone dei beni ex-Comuni potesse estendersi anche oltre il periodo regolatorio 2020–2023. L’esperto conclude che ARERA ha implicitamente approvato quel canone per il periodo regolatorio principale e che ATERSIR è legittimata a riproporlo nei periodi successivi all’interno dei Piani tariffari.
5. **Subentro di RASDF nei rapporti giuridici e convenzioni:** Il conferimento dei rami d’azienda comporta che RASDF subentri nei rapporti giuridici attivi e passivi strettamente correlati alle reti, impianti e dotazioni patrimoniali conferite. Ciò significa che RASDF assumerà:
 - le convenzioni tra ATERSIR e Ravenna Holding, TE.AM e Unica Reti, comprese le clausole di aggiornamento e i rapporti collegati alla Motivata Istanza;
 - le convenzioni con Amir e SIS che regolano l’uso dei beni da parte del gestore, i canoni riconosciuti e le modalità di finanziamento e aggiornamento.

In questo modo, RASDF eredita anche i vincoli regolatori, le obbligazioni convenzionali e le opportunità di aggiornamento tariffario già maturate, garantendo la continuità giuridica dell’intero sistema.

3. Cenni sulla Società conferente il ramo – Ravenna Holding S.p.A.

3.1 Inquadramento societario e assetto proprietario

Ravenna Holding S.p.A. è una società patrimoniale a totale partecipazione pubblica. Il capitale sociale è detenuto dal Comune di Ravenna, dalla Provincia di Ravenna e da altri Comuni del territorio. Le azioni sono statutariamente incedibili, in conformità al d.lgs. 175/2016 (TUSP) e al d.lgs. 201/2023 in materia di società a partecipazione pubblica.

La società ha natura di “società delle reti” e ha come missione la proprietà dominicale delle infrastrutture del Servizio Idrico Integrato (SII) della provincia di Ravenna, che mette a disposizione del gestore operativo Hera S.p.A. secondo quanto stabilito da ATERSIR. La governance è ispirata al modello “in house providing” collettivo, con esercizio del controllo analogo congiunto da parte degli enti soci.

3.2 Evoluzione storica con riferimento al SII

Le origini della società risalgono ad AREA Asset S.p.A., costituita nel 2002 in seguito alla scissione del ramo d’azienda relativo ai beni patrimoniali delle precedenti società operative dell’ATO di Ravenna. AREA Asset divenne proprietaria dei beni strumentali al SII e stipulò la prima convenzione di messa a disposizione dei beni a favore del gestore Hera.

Nel 2012 AREA Asset è stata fusa per incorporazione in Ravenna Holding S.p.A., che ha così assunto la titolarità delle infrastrutture idriche e fognarie del territorio

Da allora Ravenna Holding ha operato quale società patrimoniale del SII ravennate, sottoscrivendo con ATERSIR e Hera una serie di Accordi Quadro e Accordi Attuativi volti al finanziamento e alla realizzazione di opere infrastrutturali. Tra questi si segnalano:

- l’Accordo 2010, poi integrato nel 2013 e successivamente nel 2022 (Secondo Accordo Integrativo), per il finanziamento di interventi fognari e di depurazione (tra cui il revamping dei depuratori di Ravenna e Cervia);
- la partecipazione alla Motivata Istanza 2020, con cui ATERSIR ha introdotto per Ravenna Holding (insieme a TE.AM. e Unica Reti) la copertura tariffaria dei beni ex-Comuni mediante il canone ACist;
- l’adozione della Convenzione del 2023 con ATERSIR e Hera, che disciplina la messa a disposizione dei beni patrimoniali e la corresponsione dei canoni, sostituendo le precedenti convenzioni.

Questa evoluzione ha rafforzato la funzione di Ravenna Holding come strumento patrimoniale degli enti locali, chiamato a supportare gli investimenti del SII mediante l’impiego vincolato delle risorse tariffarie riconosciute.

3.3 Ruolo della società nell'ambito del modello romagnolo del SII

All'interno del modello romagnolo del SII, Ravenna Holding riveste un ruolo centrale come proprietario dominicale delle reti e degli impianti del bacino ravennate.

La Convenzione 2023 con ATERSIR e Hera definisce le modalità di utilizzo dei beni (categorie B1 ex affitto, B2.1 post-2006, B2.2 post-2021 e B3 ex-Comuni), il riconoscimento tariffario delle relative componenti e i vincoli di reinvestimento:

- per i beni ex-affitto (B1), opera il Fondo Ripristino Beni di Terzi (FRBT), accantonato dal gestore e restituito alla scadenza della convenzione;
- per i beni post-2006 (B2.1), la remunerazione è riconosciuta nell'ambito della componente $\Delta CUIT_{capex}$, con un canone che subisce una decurtazione parziale degli oneri fiscali;
- per i beni post-2021 (B2.2), il riconoscimento in tariffa avviene dal secondo esercizio successivo all'entrata in esercizio (meccanismo $n+2$);
- per i beni ex-Comuni (B3), il riconoscimento avviene tramite il canone ACist, vincolato al finanziamento di nuovi investimenti

Il Regolamento ATERSIR 2022 (delibera CAMB/114/2022) ha confermato e standardizzato tali meccanismi a livello regionale, imponendo rendicontazione, monitoraggio ARSI e controllo ex post dell'impiego delle risorse.

In tale quadro, Ravenna Holding:

- detiene la proprietà delle infrastrutture idriche e fognarie della provincia;
- percepisce i canoni definiti da ATERSIR, in parte vincolati a nuovi investimenti;
- finanzia opere coerenti con i POI e i Piani d'Ambito, agendo come veicolo patrimoniale per la programmazione territoriale;
- partecipa al percorso di razionalizzazione degli asset che confluirà nel progetto di conferimento in Romagna Acque – Società delle Fonti S.p.A.

La società si configura, quindi, come snodo fondamentale del modello romagnolo, garantendo – attraverso convenzioni e meccanismi tariffari – la recuperabilità dei valori patrimoniali e la loro sostenibilità nel lungo periodo.

4. Descrizione del ramo d'azienda oggetto di conferimento – Ravenna Holding S.p.A.

Il ramo conferendo di Ravenna Holding può essere strutturato in quattro grandi categorie omogenee di cespiti del Servizio Idrico Integrato (SII), ciascuna con proprie caratteristiche tecniche, amministrative e regolatorie. Le categorie possono essere così definite:

1. **Infrastrutture di rete (acquedotto e fognatura):** queste comprendono le condotte, canalizzazioni, collettori, rampe di adduzione e reti di collettamento fognario, nonché le relative reti di adduzione e distribuzione idrica secondaria. Rappresentano quasi sempre la quota preponderante del patrimonio infrastrutturale del SII.
2. **Impianti tecnologici e di trattamento:** in questa categoria rientrano i sistemi di sollevamento, pompe, impianti di potabilizzazione, impianti di depurazione, linee di trattamento preliminari e secondarie, impianti di disinfezione, telecontrollo e tutti gli impianti necessari per garantire la potabilità, il trattamento e la gestione della qualità delle acque.
3. **Opere operative complementari, supporti e accessori:** si includono in questa categoria serbatoi, bacini, casse di accumulo, cabine di spinta, stazioni idriche, valvole, apparecchiature per il dosaggio, sistemi di controllo, contatori, quadri elettrici e infrastrutture accessorie cui sono connessi i sistemi operativi del SII.
4. **Beni ex-Comuni e terreni / aree legate al SII:** Questi includono le infrastrutture originariamente detenute dai Comuni e successivamente conferite a Ravenna Holding, come tratti di reti municipali cedute, impianti passati agli enti locali, nonché terreni, aree e aree di pertinenza delle infrastrutture (suoli, sedimenti, zone buffer). Questi beni sono particolarmente rilevanti nella *Motivata Istanza* e nel riconoscimento del canone ACist in tariffa.

Rapporti regolatori e convenzionali con ATERSIR – contenuto nel ramo conferito

L'inclusione del ramo d'azienda nel perimetro conferibile riguarda non solo i cespiti materiali sopra indicati, ma anche i seguenti **rapporti giuridici** strutturati con ATERSIR (o pressoché inevitabili da trasferire per continuità regolatoria):

- la **Convenzione quadro o convenzione di messa a disposizione** tra Ravenna Holding, ATERSIR e Hera, che disciplina l'utilizzo da parte del gestore delle infrastrutture in proprietà, la corresponsione dei canoni (secondo categorie B1, B2.1, B2.2, B3) e le modalità di aggiornamento, revisione e vincoli di reinvestimento;
- le **clausole relative al canone ACist** introdotto per i beni ex-Comuni, che stabiliscono che il corrispettivo tariffario sia commisurato agli ammortamenti contabili e vincolato all'impiego esclusivo in nuovi investimenti nel SII. Questo rapporto regolatorio è fondamentale affinché il costo del bene conferito sia effettivamente recuperabile in tariffa;

- le previsioni legate al **Fondo Ripristino Beni di Terzi (FRBT)**, applicabili ai beni ex-affitto (B1), che stabiliscono che gli ammortamenti accantonati dal gestore siano restituiti alla patrimoniale al termine della convenzione, ovvero reinvestiti;
- Le convenzioni attuative e gli **accordi integrativi** che specificano il timing di entrata in esercizio degli investimenti, i vincoli per il riconoscimento dei cespiti in tariffa (aliquote, vite utili, procedure di verifica) e le condizioni di rendicontazione e controllo da parte di ATERSIR;
- Il trasferimento della titolarità giuridica e il subentro di Ravenna Holding nei diritti e obblighi (incluse le obbligazioni pendenti, i debiti residui da mutui riferiti agli investimenti ceduti, eventuali imposte latenti) che originariamente gravavano su AREA ASSET o sugli enti locali conferenti, in conformità all'atto di fusione e agli accordi di conferimento;
- Le condizioni statutarie e regolatorie che preservano il **controllo analogo congiunto** da parte degli enti soci su Ravenna Holding e su RASDF, anche dopo il conferimento, in linea con i vincoli di governance previsti dal TUSP e dalla normativa regionale.

4.1 Situazione patrimoniale al 30 giugno 2025

Alla data del 30 giugno 2025, la situazione patrimoniale del ramo conferendo di Ravenna Holding S.p.A. evidenzia un capitale investito netto di € 148.378.305, composto principalmente da immobilizzazioni tecniche nette, integrate da crediti verso Hera per fatture da emettere.

Attivo	Valore (€)
Beni ex-affitto (B1)	8.545.513
Fondo amm.to B1	-606.537
Beni post 2006 storici (B2.1)	5.345.582
Fondo amm.to B2.1	-2.744.590
Beni motivata istanza 2021 (B2.2)	7.258.513
Fondo amm.to B2.2	-378.270
Beni motivata istanza 2021 – in corso (B2.2)	4.392.034
Beni ex Comuni (B3)	206.202.040
Fondo amm.to B3	-80.237.744
Totale Immobilizzazioni nette	147.776.542
Fatture da emettere	601.762
Capitale investito netto	148.378.305
Patrimonio netto di conferimento	148.378.305

SS

4.2 Analisi delle voci patrimoniali

Le immobilizzazioni nette, pari a circa € 147,8 milioni, comprendono:

- **Beni ex-affitto (B1):** infrastrutture storiche già concesse in uso al gestore fin dal 2003, con ammortamenti registrati fino al 2001 e copertura oggi garantita dal FRBT (stimato in € 5,3 milioni a fine 2025).
- **Beni post 2006 storici (B2.1):** opere realizzate a partire dal 2006, la cui remunerazione è riconosciuta nell'ambito della componente $\Delta\text{CUITcapex}$, con un canone che subisce una decurtazione parziale degli oneri fiscali;
- **Beni motivata istanza 2021 (B2.2):** investimenti di più recente realizzazione, con valore lordo pari a € 7,3 milioni e ulteriori lavori in corso per € 4,4 milioni, destinati a trovare copertura in tariffa due anni dopo l'entrata in esercizio (time lag regolatorio n+2).
- **Beni ex-Comuni (B3):** costituiscono la parte preponderante del patrimonio (oltre € 206 milioni lordi), con ammortamenti al 30/06/2025 pari a circa € 80,2 milioni. Per tali beni opera il canone ACist, introdotto dalla Motivata Istanza 2020 e confermato come riferimento regolatorio da ATERSIR e ARERA.

Accanto alle immobilizzazioni, sono iscritti crediti per fatture da emettere verso Hera (€ 601.762), che rappresentano corrispettivi tariffari maturati ma non ancora riscossi. Non emergono posizioni debitorie bancarie né fondi per TFR, confermando l'assenza di esposizioni finanziarie e di passività significative.

Il registro cespiti al 30 giugno 2025 consente di dettagliare la composizione del ramo conferendo per categorie ARERA

DESCRIZIONE	CATEGORIA	VALORE FINALE	AMMORTAMENTO	FONDO AMM.TO FINALE	RESIDUO
TERRENI CICLO IDRICO	(categoria 414 - terreni ciclo idrico integrato)	748.014,04	0,00	0,00	748.014,04
TERRENI ACQUA ASSET	(categoria 411 - terreni acqua Assets)	1.601,01	0,00	0,00	1.601,01
SERBATOI ACQUA POTABILE	(categoria 427 - serbatoi acqua pot.Ravenna)	161.651,01	0,00	8.843,26	152.807,75
CONDOTTE ACQUA RAVENNA	(categoria 433 - condotte acqua Ravenna)	7.367.527,02	0,00	470.821,88	6.896.705,14
IMP. SOLLEV. ACQUA POTABILE	(categoria 436 - imp.soll.acqua pot.RA)	625.302,31	0,00	81.937,94	543.364,37
CONDUTTURE AMPL.TO RETI S.I.I.		1.569.821,60	19.461,49	375.494,24	1.194.327,36
IMP. SOLLEV. AMPL.TO RETI S.I.I.		33.170,95	0,00	33.170,95	0,00
IMP.TRATTAMENTO AMPL.TO RETI S.I.I.		2.457.366,77	101.803,29	2.047.013,26	410.353,51
IMP.DEPURAZIONE E TRATTAMENTO AMPL.TO RETI S.I.I.		1.285.223,01	31.866,49	288.911,09	996.311,92
CONDOTTE DI ACQUEDOTTO N.C.		3.145.736,30	38.998,52	139.783,29	3.005.953,01
IMP. DEPURAZIONE-TRATTAMENTI PRELIM. N.C.		361.259,26	8.957,25	27.020,21	334.239,05
IMP. DEPURAZIONE-TRATTAMENTI SECOND. N.C.		56.233,46	1.394,28	4.205,95	52.027,51
CONDOTTE FOGNARIE N.C.		369.809,00	3.667,69	14.271,58	355.537,42
IMP. DI SOLLEV. E POMPAGGIO DI FOGNATURA N.C.		288.008,84	17.852,61	53.853,72	234.155,12
CONDOTTE DI ACQUEDOTTO (ID SPECIFICI) N.C.		1.703.011,95	21.112,68	61.202,26	1.641.809,69
IMPIANTI DI POTABILIZZAZIONE (ID SPECIFICI) N.C.		907.454,63	22.499,90	65.158,55	842.296,08
CONDOTTE FOGNARIE (ID SPECIFICI) N.C.		427.000,00	4.234,90	12.774,90	414.225,10
CENTRALE IDRICA CERVIA		1.135.872,00	14.081,73	468.015,11	667.856,89
IMPIANTO DI DEPURAZIONE	(categoria 446 - imp. depurazione)	12.733.851,00	0,00	12.733.851,00	0,00
IMPIANTO IDROVORO	(categoria 452 - impianti idrovori)	3.971.834,00	202.080,46	3.766.404,15	205.429,85
CENTRALE DI SOLLEVAMENTO (A)		2.056.515,00	127.475,82	1.056.276,67	1.000.238,33
CENTRALE DI SOLLEVAMENTO (B)	(centr.soll.fognature)	5.441.499,00	276.870,01	5.159.489,20	282.009,80
SERBATOIO		145.376,00	1.802,26	45.967,54	99.408,46
IMPIANTO DOSAGGIO BISSIDO DI CLORO		100.217,00	2.484,83	71.073,30	29.143,70
RETE DI ACQUEDOTTO	(categoria 434 - rete acquedotto)	49.283.156,24	610.976,19	16.692.374,20	32.590.782,04
RETE DI ACQUEDOTTO (2018)	(categoria 429 - reti gas/acq.case sparse)	392.020,93	4.859,99	77.109,36	314.911,57
CABINA DI SPINTA		31.902,00	1.977,50	29.075,30	2.826,70
RETE FOGNARIA	(categoria 440 - rete fognaria)	129.190.801,00	1.281.289,59	39.276.308,16	89.914.492,84
IMPIANTI DI DEPURAZIONE		675.000,00	16.736,30	571.856,30	103.143,70
CONTATORI ACQUA RAVENNA	(categoria 470 - contatori acqua Ravenna)	389.432,06	0,00	44.934,13	344.497,93
CONTATORI	(categoria 469 - contatori acqua Cervia)	105.182,16	5.215,88	99.143,83	6.038,33
TELECONTROLLO	(categoria 492 - telecontrollo acqua)	190.800,00	0,00	190.800,00	0,00
TOTALE		227.351.649,55	2.817.699,66	83.967.141,33	143.384.508,22



L'articolazione dei cespiti di Ravenna Holding al 30 giugno 2025 evidenzia un patrimonio di rilevantissima consistenza, pari a oltre **€ 227,3 milioni lordi**, con un fondo ammortamento complessivo di circa **€ 84 milioni** e un valore netto residuo di circa **€ 143,4 milioni**.

La ripartizione per categorie ARERA e per tipologie funzionali mette in luce alcune evidenze principali:

- **Terreni strumentali:** il valore residuo è pari a circa € 750 mila, rappresentando aree necessarie alla localizzazione di impianti e serbatoi, non soggette ad ammortamento.
- **Reti idriche (acquedotto e relative condotte):** costituiscono una delle componenti più rilevanti, con oltre **€ 49,2 milioni di valore lordo** e un netto residuo di circa **€ 32,6 milioni**, cui si aggiungono interventi più recenti (rete di acquedotto 2018 per € 392 mila) e condotte specifiche (€ 1,7 milioni), con valori ancora quasi integralmente da ammortizzare.
- **Reti fognarie:** sono la componente patrimoniale più importante, con un valore lordo di circa **€ 130 milioni**, fondo ammortamento di circa € 41 milioni e un netto residuo di oltre **€ 89 milioni**. Questi dati confermano l'imponenza della dotazione infrastrutturale del bacino ravennate.
- **Impianti di depurazione:** gli impianti storici di depurazione, per circa **€ 12,7 milioni lordi**, risultano completamente ammortizzati, mentre altri impianti di trattamento e sezioni specifiche conservano residui complessivi per oltre **€ 1,5 milioni**, segnalando un parco impiantistico in parte da rinnovare e in parte ancora utilizzabile.
- **Centrali e sollevamenti:** le centrali idriche e i numerosi impianti di sollevamento raggiungono complessivamente un valore netto residuo di oltre **€ 4,5 milioni**, a conferma del ruolo centrale di queste opere per il funzionamento delle reti.
- **Impianti idrovori:** pari a € 3,9 milioni lordi, con un valore residuo ancora consistente (circa € 2,0 milioni), destinati alla gestione delle acque in aree a rischio idraulico.
- **Attrezzature e dotazioni di supporto:** rientrano in questa categoria i contatori (circa € 495 mila lordi) e gli impianti di telecontrollo (€ 191 mila), che pur avendo un'incidenza minore sul totale, assumono importanza per l'efficienza gestionale e la digitalizzazione delle reti.

La differenza fra il dato complessivo del valore netto contabile relativo alle categorie ARERA e il dato degli attivi oggetti di conferimento deriva dall'inclusione nel perimetro di consolidamento dei "Beni motivata istanza 2021" in corso di realizzazione per circa 4.4 milioni di euro.

4.3 Sintesi Conclusiva

In sintesi, il patrimonio conferendo di Ravenna Holding è caratterizzato da:

- una **forte prevalenza delle reti fognarie ed idriche**, che da sole rappresentano oltre i due terzi del valore netto residuo;
- un **parco impiantistico di depurazione** ormai in gran parte ammortizzato, ma con alcune sezioni ancora operative;
- infrastrutture tecnologiche e di telecontrollo che garantiscono il presidio operativo delle reti;
- un **valore netto complessivo superiore a € 148 milioni**, integralmente riconducibile a cespiti regolatori (o in corso di realizzazione) e coerente con i criteri ARERA di recuperabilità tariffaria.

In conclusione, il patrimonio conferendo del ramo di Ravenna Holding S.p.A., con un valore netto contabile di **€ 148.378.305 (leggonsi euro centoquarantottomilioni trecentosettantottomila trecentocinque/00)**, risulta coerente e congruo rispetto alle finalità del progetto di conferimento, garantendo la piena funzionalità del ramo e la sua idoneità a confluire nel polo unico patrimoniale di Romagna Acque – Società delle Fonti S.p.A..

5. Criteri e metodi di valutazione

Il presente capitolo ha l'obiettivo di illustrare i criteri e i metodi adottati per la determinazione del valore del ramo d'azienda oggetto di conferimento nelle singole società patrimoniali.

La valutazione è condotta nel rispetto delle disposizioni del Codice Civile (artt. 2343, 2343-ter e 2440 c.c.) e secondo le best practice professionali nazionali e internazionali, tenendo conto delle specificità del settore regolato del Servizio Idrico Integrato.

Il capitolo si articola nei seguenti sottoparagrafi:

1. Il Quadro normativo di riferimento
- 2 la scelta della metodologia valutativa
3. parametri di riferimento e ipotesi adottate
4. Eventuali criteri alternativi considerati

L'esposizione mira a garantire la trasparenza del processo valutativo, la verificabilità delle assunzioni e la coerenza con la natura pubblica e regolata del settore, elementi fondamentali per la congruità della perizia.

5.1 Quadro normativo di riferimento

Il processo di valutazione dei rami d'azienda oggetto di conferimento deve essere inquadrato all'interno di un sistema normativo e tecnico articolato, che coinvolge sia le fonti del **Codice Civile**, sia i **principi contabili nazionali e internazionali**, sia le **linee guida professionali** e la **regolazione settoriale** emanata da ARERA e ATERSIR.

5.1.1 Riferimenti del Codice Civile

La valutazione del ramo d'azienda oggetto di conferimento si fonda sul quadro normativo dettato dal **Codice Civile**, che disciplina la stima dei conferimenti in natura e l'intervento dell'esperto indipendente.

L'**art. 2343 c.c.** stabilisce che i conferimenti in natura o di crediti nelle società per azioni debbano essere oggetto di una relazione giurata redatta da un esperto designato dal Tribunale. Tale relazione deve indicare i criteri di valutazione seguiti, attestare la congruità del valore attribuito ai beni e garantire che non sia inferiore a quello necessario per la sottoscrizione del capitale sociale.

L'**art. 2343-ter c.c.**, introdotto per semplificare alcune operazioni societarie, individua ipotesi in cui non è richiesta la perizia ex art. 2343, purché il valore dei beni conferiti sia desumibile da:

- 1 un bilancio approvato da non oltre un anno, sottoposto a revisione legale;
- 2 valori di mercato risultanti da operazioni comparabili su mercati regolamentati;
- 3 una perizia di valutazione redatta da esperti indipendenti iscritti negli albi o registri professionali, effettuata secondo criteri oggettivi e riconosciuti.

Tuttavia, nel caso di operazioni complesse, come quelle che riguardano rami d'azienda composti da **infrastrutture pubbliche del Servizio Idrico Integrato**, a garanzia dei soci e dei terzi si sceglie preferibilmente di fare ricorso a una **perizia indipendente** redatta secondo i principi dell'art. 2343, anche qualora fossero teoricamente applicabili le ipotesi semplificate di cui all'art. 2343-ter e indicate sub-1 e sub-2.

L'**art. 2440 c.c.** disciplina, infine, le ipotesi di **aumento di capitale sociale con conferimenti in natura**, ribadendo la necessità di una relazione giurata di stima che accerti la congruità del valore dei beni conferiti. In tali casi, la norma rinvia direttamente agli articoli 2343 e 2343-ter, confermando che i criteri di valutazione e le garanzie previste per la costituzione valgono anche per gli aumenti di capitale.

In conclusione, l'applicazione dell'**art. 2343-ter c.c.** nel contesto dei conferimenti oggetto della presente perizia trova fondamento nella scelta degli enti conferenti di affidarsi a un **esperto indipendente**.

Tale intervento, pur non sempre strettamente obbligatorio ai sensi della norma, è reso necessario:

- dalla complessità del patrimonio conferendo (reti, impianti, beni regolati da ARERA/ATERSIR);
- dalla rilevanza pubblica degli interessi in gioco;
- dall'esigenza di garantire piena trasparenza e affidabilità della stima a supporto dell'aumento di capitale di Romagna Acque – Società delle Fonti S.p.A.

5.1.2 Principi contabili nazionali e internazionali

Sul piano tecnico-contabile, la valutazione si fonda su un insieme di standard riconosciuti:

- i **principi contabili nazionali (OIC)**, che costituiscono il riferimento per la redazione dei bilanci delle società non quotate. Di particolare rilevanza:
 - l'**OIC 11**, che enuncia i postulati di bilancio (prudenza, competenza, continuità);
 - l'**OIC 16**, che disciplina la rilevazione e la valutazione delle immobilizzazioni materiali;
 - l'**OIC 29**, che regola il trattamento dei cambiamenti di principi contabili e delle correzioni di errori;
 - l'**OIC 31**, che definisce i criteri per fondi rischi e TFR, voci rilevanti per i rami conferendi.
- i **principi contabili internazionali (IAS/IFRS)**, adottati come best practice:
 - lo **IAS 16** (Property, Plant and Equipment), che disciplina la rilevazione e l'ammortamento delle immobilizzazioni tecniche;
 - lo **IAS 36** (Impairment of Assets), che regola le verifiche di recuperabilità;
 - l'**IFRS 13** (Fair Value Measurement), che fornisce la cornice metodologica per la determinazione del fair value in ottica di mercato.

Il richiamo congiunto a OIC e IAS/IFRS assicura che i valori contabili di partenza per la stima dell'esperto siano coerenti sia con la normativa italiana, sia con standard internazionali, garantendo **comparabilità e trasparenza**.

5.1.3 Principi Italiani di Valutazione (PIV) e International Valuation Standards (IVS)

La metodologia adottata è conforme alle best practice professionali:

- i **Principi Italiani di Valutazione (PIV)** dell'OIV, che prescrivono l'obbligo di chiarezza sui criteri adottati, la separazione tra dati oggettivi e giudizi di stima, e l'esposizione dei limiti e delle ipotesi assunte;
- gli **International Valuation Standards (IVS)** emanati dall'IVSC, che costituiscono il riferimento internazionale per la valutazione di imprese, attività e passività, promuovendo omogeneità, trasparenza e verificabilità delle valutazioni in contesti cross-border.

Il rispetto di tali standard garantisce che la relazione peritale sia redatta secondo criteri **oggettivi, verificabili e coerenti con la prassi professionale internazionale**.

A tal proposito si precisa che il lavoro svolto dallo scrivente è conforme in particolare alle indicazioni di cui ai Principi Italiani di Valutazione (PIV) emanati nel 2015 dall'Organismo Italiano di Valutazione, istituzione italiana affiliata all'IVSC (*International Valuation*

Standards Committee), vale a dire lo Standard Setter Internazionale per i principi di valutazione delle aziende.

I principali obiettivi dell'OIV sono indicati nella *mission* dell'Organismo e sono i seguenti:

- 1) predisporre e mantenere aggiornati i PIV di aziende, di strumenti finanziari e di attività reali;
- 2) partecipare al dibattito internazionale degli esperti di valutazione dando voce alle migliori professionalità del nostro Paese;
- 3) divenire un riferimento per il legislatore nazionale.

I documenti predisposti dall'OIV non hanno quindi alcun valore normativo o vincolante per gli estensori di relazioni di stima quali la presente, ma, tuttavia, per le caratteristiche del *due process* che li contraddistingue, rappresentano senza ombra di dubbio riferimenti di *best practice* che non è possibile non considerare in questa sede.

Lo scrivente ha tenuto nella debita considerazione, quando applicabili, i principi di cui alle sezioni I – La rete concettuale di base (Conceptual Framework), II – L'attività dell'esperto, III – Principi per specifiche attività indicati nei PIV – Principi Italiani di Valutazione 2015 (PIV o PIV 2015 nel seguito).

In particolare, il sottoscritto intende in questa sede menzionare esplicitamente, quali ipotesi sottese al lavoro svolto:

- che la presente relazione costituisce una Valutazione ai sensi del paragrafo 1.4.3 dei PIV 2015;
- che la competenza professionale e i requisiti dello scrivente Esperto di valutazione sono pienamente coerenti che le indicazioni delle sottosezioni 1.2 (competenza professionale degli esperti e principi di valutazione applicati); 1.3 (requisiti dell'esperto); 1.4 (lavoro svolto dall'esperto) dei PIV 2015;
- che l'oggetto della valutazione riguarda il ramo di azienda oggetto di conferimento in RASDF;
- che la base informativa di cui al § I.5 dei PIV 2015 è costituita prevalentemente da informazioni di carattere consuntivo e da elementi di carattere prospettico necessarie ad esprimere il valore recuperabile delle attività del ramo aziendale oggetto di stima;
- che la configurazione di valore di cui alla sottosezione PIV I.6, prescelta come riferimento iniziale ai fini della presente Valutazione, è rappresentato dal c.d. "**Valore intrinseco**" (di cui al § I.6.8 dei PIV), sostanzialmente riconducibile alla nozione di **Valore economico** invalsa nella dottrina e nella prassi economico-aziendale nazionale, definibile come il valore che esprime l'apprezzamento che un qualsiasi soggetto razionale operante sul mercato senza vincoli e in condizioni di trasparenza



informativa dovrebbe esprimere, alla data di riferimento della valutazione, in funzione dei benefici economici offerti dall'attività e dei relativi rischi;

- che la data di riferimento della valutazione, per le caratteristiche della metodologia prescelta, coincide con la data di riferimento della situazione patrimoniale di conferimento, vale a dire il 30 giugno 2025;
- che la relazione di stima è stata redatta in ossequio alle indicazioni di cui al § II.4.2 dei PIV 2015;
- che il criterio di valutazione utilizzato per la determinazione del valore ricercato è rappresentato dal metodo patrimoniale semplice integrato con considerazione degli aspetti regolatori caratterizzanti l'attività svolta dal ramo aziendale oggetto di conferimento (la messa a disposizione dei beni nell'ambito dello svolgimento del Servizio Idrico Integrato da parte del gestore del medesimo);
- che la metodologia prescelta è coerente con l'oggetto della valutazione.

La valutazione effettuata deve altresì essere interpretata alla luce degli ulteriori limiti sottesi al lavoro svolto, di seguito brevemente illustrati.

Nell'espletamento del mandato ricevuto, lo scrivente ha fatto riferimento, per quanto possibile, a informazioni indipendenti e/o a informazioni verificate da soggetti istituzionalmente deputati al loro controllo, ma non ha potuto effettuare alcun controllo in merito alla veridicità dei dati medesimi, per i quali non può che fare affidamento sulla diligenza degli amministratori della Società e sulle verifiche sopra menzionate da parte degli organi di controllo legale e contabile.

Il sottoscritto, inoltre, non ha notizia dell'esistenza di rischi e passività potenziali non riflessi nelle situazioni economiche e patrimoniali (nei prospetti o nelle note), né di eventi successivi alla data di riferimento della stima, ulteriori e diversi rispetto a quelli che gli sono stati comunicati con le lettere di manleva ricevute dal legale rappresentante della società conferente.

5.1.4 Linee guida ARERA e ATERSIR

Per le società patrimoniali del Servizio Idrico Integrato, la cornice normativa deve necessariamente includere le **fonti regolatorie**:

- le **deliberazioni ARERA**, in particolare la n. 580/2019/R/IDR (MTI-3) e la n. 639/2021/R/IDR (MTI-4), che stabiliscono le regole per la determinazione delle tariffe idriche, compreso il riconoscimento degli ammortamenti e dei canoni di pertinenza delle società patrimoniali;
- le deliberazioni e i regolamenti di **ATERSIR**, Ente di Governo d'Ambito per l'Emilia-Romagna, che:

1. approva i **Piani Economico-Finanziari (PEF)** e i Programmi degli Interventi (POI) predisposti dalle società degli Asset;

2. stipula le **convenzioni** con le società patrimoniali e il gestore Hera S.p.A., disciplinando l'utilizzo dei beni, i canoni riconosciuti e i vincoli di reinvestimento;
3. recepisce la **Motivata Istanza** per i beni ex-Comuni, che ha definito regole specifiche di riconoscimento tariffario, vincolando i canoni all'integrale finanziamento degli investimenti.

La normativa regolatoria rafforza la peculiarità della valutazione nel settore idrico: il valore dei beni conferiti non si misura soltanto in termini contabili o di mercato, ma deve essere coerente con la **capacità di recupero attraverso la tariffa** e con le previsioni dei Piani d'Ambito.

5.2 Scelta della metodologia valutativa

Tra i metodi di valutazione più accreditati dalla dottrina e dalla prassi aziendale prevalente si possono distinguere quelli di impostazione "tradizionale", ad oggi sempre meno utilizzati se non appunto in casi particolari (società immobiliari, *holding* di partecipazione, stime analitiche ex artt. 2343 - 2465 - 2500 ter c.c.) e quelli di impostazione "finanziaria e/o di mercato", oramai largamente impiegati nella *financial community*, da parte di professionisti, *Merchant Banks* e *Private Equity Funds*, per operazioni di collocamento in Borsa (*IPO*) o di *M & A* nonché per stime di valore interno, non più solo come metodi di controllo delle valutazioni analitiche ma come veri e propri sistemi valutativi aventi una propria ed autonoma validità.

Di seguito una breve rassegna dei metodi sopra menzionati.

METODI "TRADIZIONALI"

A) Il metodo patrimoniale. Tale metodo trova il suo fondamento logico nella considerazione che l'azienda è costituita da un insieme di elementi patrimoniali autonomamente valutabili, negando implicitamente l'esistenza di un valore complessivo dell'azienda superiore alla somma delle singole parti che lo compongono. In sostanza il metodo patrimoniale prescinde totalmente dalla capacità di generare reddito dell'azienda e questo costituisce, ad evidenza, il maggior limite alla sua accettazione. A seconda che i beni immateriali non siano o siano considerati e del modo, eventualmente, in cui lo sono, si possono distinguere diverse stime patrimoniali: stime patrimoniali semplici (presentano all'attivo solo i beni materiali oltre ai crediti ed alla liquidità) e stime patrimoniali complesse (comprendono la valorizzazione di uno o più beni immateriali). L'informazione patrimoniale può, inoltre, riguardare la distinzione tra beni "pertinenti" ed "estranei" alla gestione caratteristica.

Detto metodo è basato sul seguente algoritmo:

$$W = K$$

dove **W** rappresenta il valore complessivo dell'azienda, **K** è il patrimonio netto rettificato.



B) Il metodo reddituale. Con l'impiego di tale metodo il valore dell'azienda viene determinato attualizzando, con gli strumenti della matematica finanziaria, il flusso dei redditi attesi normalizzati, che si presume che la stessa sia in grado di generare, su un arco temporale di durata illimitata, qualora si assuma che l'azienda sia destinata a perdurare senza limiti di tempo prevedibili, oppure, prudenzialmente, per un periodo limitato di annualità. Tale attualizzazione viene effettuata sulla base di un tasso di interesse opportunamente determinato, che dovrebbe coincidere col tasso di rendimento medio-normale delle aziende del settore di appartenenza. Anche tale metodo, al quale d'altra parte si riconosce in astratto un valido fondamento teorico, è soggetto a gravi limitazioni nelle possibilità di applicazione pratica a causa della rilevante incertezza nella quantificazione di tutti i parametri su cui si fonda, e cioè il reddito prospettico, il tasso di attualizzazione, la durata del flusso reddituale.

Tale concetto viene espresso dal seguente algoritmo nel caso di durata illimitata o, quanto meno, determinata ma comunque di lungo periodo del flusso reddituale:

$$W = R/i$$

dove **W** rappresenta il valore complessivo dell'azienda, **R** il reddito medio normale, ed **i** il tasso di capitalizzazione, oppure

$$W = a n \overline{i} \times R$$

con $a n \overline{i}$ uguale a $\{1 - (1 + i)^{-n}\}/i$ nell'ipotesi di durata temporanea (**n**) del flusso reddituale.

C) Il metodo misto patrimoniale-reddituale. L'utilizzo di questo metodo consente di tenere conto delle prospettive reddituali dell'impresa trascurate dal metodo patrimoniale puro, che sono concettualmente una componente essenziale del valore del capitale economico, senza comportare le incertezze connesse al metodo reddituale.

Il criterio "misto patrimoniale-reddituale con stima autonoma dell'avviamento" è basato normalmente sul seguente algoritmo:

$$W = K + A = K + a n \overline{i'}(R - i''K)$$

Dove **W** rappresenta il valore complessivo dell'azienda, **K** è il patrimonio netto rettificato, **A** il *Goodwill* (soprareddito) o il *Badwill* (sottoreddito), **R** il reddito medio normale, **i''** il rendimento giudicato soddisfacente per il tipo di investimento, $a n \overline{i'}$ il simbolo della formula di attualizzazione, **i'** il tasso di attualizzazione del soprareddito o del sottoreddito ed **n** il periodo di attualizzazione.

METODI "FINANZIARI E/O DI MERCATO"

D) Il metodo finanziario o Discounted Cash Flow (o DCF). Si tratta dell'approccio più diffuso per la valutazione delle attività finanziarie. Il valore di una società viene determinato come somma algebrica del valore finanziario del suo capitale investito operativo e della sua posizione finanziaria netta.

Il valore del capitale investito è dato dal valore attuale dei flussi operativi di cassa, che la società sarà in grado di generare in futuro, considerati al netto delle imposte e scontati ad un tasso (WACC – *Weighted Average Cost of Capital*) pari al costo medio ponderato del capitale della società stessa.

I flussi di cassa futuri sono esplicitati per un numero definito di anni (periodo esplicito), successivamente ai quali si ipotizza che l'azienda sia in grado di generare un flusso di cassa sostenibile e perpetuo ad un tasso di crescita di medio nominale di lungo periodo (valore residuo o valore terminale).

Più in particolare, in base a questo criterio, il valore del capitale economico di un'azienda o di un'attività economica è pari alla somma (i) del valore dei flussi di cassa attesi nel periodo di previsione considerato, attualizzati ad un tasso rappresentativo del costo medio ponderato del capitale; (ii) di un valore terminale dell'azienda o dell'attività economica; (iii) delle disponibilità monetarie; (iv) dei *surplus assets*; al netto (v) del debito finanziario e degli interessi di terzi (*minorities*), come espresso dalla seguente formula:

$$W = [\sum FCF (1 + WACC)^{-t} + TV^{-n}] + SA - PFN$$

dove:

W = valore del capitale economico dell'azienda oggetto di valutazione;

FCF = flusso di cassa operativo al lordo degli oneri finanziari;

WACC = *Weighted Average Cost of Capital* o costo medio ponderato del capitale

SA = *surplus assets*;

PFN = posizione finanziaria netta alla data di riferimento;

n = periodo di proiezione esplicita dei risultati economico – finanziari;

TV = *Terminal value* o valore terminale $[FCF_{term} * (1 + g)] / (WACC - g)$;

g = Tasso di crescita dei flussi di cassa oltre il periodo n.

Il *Terminal value* rappresenta il valore dell'azienda o dell'attività economica oggetto di valutazione al termine del periodo esplicito di proiezione e ipotizza che tale azienda o attività economica sia un'entità in esercizio per un periodo di durata illimitata.

I *surplus assets* o *liabilities*, ove rilevanti e considerati, fanno riferimento ad altre poste operative attive o passive, il cui valore non è riflesso nei flussi di cassa operativi oggetto di attualizzazione come sopra.

Trattandosi di flussi di cassa destinati alla remunerazione di tutti i soggetti che apportano capitale, ai fini dell'attualizzazione occorre utilizzare un tasso rappresentativo del costo di tutte le risorse finanziarie utilizzate dalla società.

Tale tasso è tipicamente individuabile nel WACC, calcolato sulla base di una struttura *target* del capitale dell'attività oggetto di valutazione e tenendo conto del *benchmark* di mercato rilevanti, definito come segue:

$$\text{WACC} = K_d (1-t) D/(D+E) + K_e E / (D+E)$$

dove:

K_d = costo del capitale di debito;

K_e = costo del capitale di rischio;

D = capitale di debito;

E = capitale di rischio;

t = aliquota fiscale.

In particolare, il costo del capitale di rischio viene stimato nella prassi prevalente sulla base del cosiddetto *Capital Asset Pricing Model* (CAPM), definito dalla seguente formula:

$$K_e = R_f + \text{Beta} \times (R_m - R_f)$$

dove:

R_f = tasso di rendimento per investimenti privi di rischio;

Beta = fattore di correlazione tra il rendimento effettivo di un'azione e il rendimento complessivo del mercato azionario di riferimento;

R_m = rendimento complessivo del mercato azionario di riferimento;

$(R_m - R_f)$ = premio di rendimento richiesto dal mercato azionario di riferimento rispetto ad investimenti privi di rischio.

Il principio alla base di tale metodologia è fondato sull'ipotesi che, in un mercato liquido ed efficiente, gli investitori determinano il tasso di rendimento richiesto considerando esclusivamente il grado di rischio sistematico (o di mercato) dell'investimento, espresso dalla relazione tra variazione del prezzo dell'azione e variazione del mercato azionario (fattore Beta). Il grado di rischio specifico dell'investimento (l'azione) non è invece tenuto in considerazione, poiché può essere eliminato dall'investitore tramite un'opportuna politica di diversificazione degli investimenti.



E) Il metodo dei multipli di mercato. In base a tale criterio, il valore del capitale economico di un'azienda o di un'attività economica può essere stimato assumendo a riferimento le indicazioni di valore fornite dai mercati borsistici che riguardano società aventi caratteristiche analoghe a quella oggetto di valutazione (approccio delle società comparabili) oppure mediante il confronto con i prezzi di negoziazione relativi al controllo o a pacchetti azionari rilevanti di società omogenee (approccio delle transazioni comparabili).

Il primo approccio, normalmente più utilizzato a causa della maggiore possibilità di reperire informazioni adeguate, si fonda sulla determinazione di multipli calcolati come il rapporto tra i valori borsistici e le grandezze economiche, patrimoniali e finanziarie di un campione selezionato di società comparabili. I moltiplicatori così determinati vengono applicati, con opportuni aggiustamenti ed integrazioni, alle corrispondenti grandezze della società oggetto di valutazione, al fine di stimare un ragionevole intervallo di valori.

L'implementazione di tale metodologia di valutazione si articola nelle seguenti fasi:

- selezione di un campione di società comparabili;
- identificazione dei rapporti fondamentali (multipli) ritenuti maggiormente significativi per il campione oggetto di analisi;
- determinazione dei risultati storici e/o prospettici per le società incluse nel campione;
- calcolo dei multipli per le società incluse nel campione prescelto.

Rilevante, peraltro, risulta essere il campione di riferimento. Data la natura di tale metodologia, infatti, risulta particolarmente critica l'affinità, da un punto di vista sia operativo che finanziario, delle società incluse nel campione di riferimento e della società oggetto di valutazione. La significatività dei risultati è infatti strettamente dipendente dalla confrontabilità del campione. L'impossibilità pratica di identificare società omogenee sotto diversi profili induce a determinare i tratti ritenuti più significativi per la costruzione del campione di confronto e a selezionare, di conseguenza, le aziende comparabili in relazione agli attributi prescelti. In particolare, dal momento che i prezzi di borsa (sulla base dei quali i moltiplicatori vengono calcolati) riflettono tendenzialmente le aspettative del mercato con riguardo ai risultati futuri attesi delle corrispondenti società, è fondamentale che i caratteri di comparabilità richiamati si estendano, dai profili di business ed operativi, sino alla raffrontabilità dei risultati generabili in futuro da tali attività ed in particolare al relativo tasso di crescita atteso. I titoli prescelti devono inoltre presentare un buon grado di liquidità e non riguardare società i cui corsi potrebbero essere influenzati da particolari situazioni contingenti.

I principali multipli normalmente impiegati nella valutazione d'azienda sono i seguenti:

EV/EBITDA = rapporto tra *enterprise value* (capitalizzazione di mercato più PFN) ed EBITDA (*earnings before interest, tax, depreciation and amortization*);

EV/EBIT = rapporto tra *enterprise value* (capitalizzazione di mercato più PFN) e reddito operativo;

P/E = rapporto tra prezzo dell'azione ed utile netto per azione;

EV/OFCE = rapporto tra *enterprise value* (capitalizzazione di mercato più PFN) e flusso di cassa operativo;

EV/Sales = rapporto tra *enterprise value* (capitalizzazione di mercato più PFN) e fatturato dell'azienda.

I multipli costruiti utilizzando grandezze contabili più influenzate da politiche di bilancio e fiscali sono soggetti al rischio di distorsione e possono condurre a risultati fuorvianti. Per questa ragione nella prassi si ricorre a multipli calcolati con poste meno discrezionali ed affidabili, quali ad esempio EV/EBITDA.

Nel metodo dei multipli possono aversi, inoltre, valutazioni *levered* e *unlevered*, come negli approcci valutativi analitici. Nelle valutazioni *levered* il campione di aziende costruito deve essere omogeneo anche per struttura finanziaria (con riguardo al rapporto D/C, debiti su capitale proprio), mentre nel caso di valutazione *unlevered* il campione può essere costruito anche da società con differenti strutture finanziarie. I moltiplicatori utilizzati nelle valutazioni *unlevered* non risentono del peso della struttura finanziaria (I/EBIT o I/EBITDA) e dal risultato ottenuto occorre poi dedurre l'importo della Posizione Finanziaria Netta (totale dei debiti finanziari, sia a breve sia a lungo termine, al netto della cassa e delle attività finanziarie facilmente liquidabili; laddove possibile, per esempio in caso di obbligazioni quotate, i debiti dovrebbero essere espressi a valori di mercato).

In casi particolari, in presenza per esempio di presenza di *assets* non indispensabili per l'esercizio dell'attività e di particolare valore, è possibile determinarne il valore separatamente dalla funzione sopra descritta, decurtando la grandezza base (per es. EBITDA) dei costi necessari per garantire all'azienda la sua piena disponibilità o utilizzo.

In considerazione delle finalità della valutazione in oggetto, nel caso specifico della valutazione della Società GAGGIO PROJECT in funzione dell'unico asset di sua proprietà, la partecipazione totalitaria nella società GAGGIO TECH, lo scrivente ha utilizzato quale metodo di stima il "metodo patrimoniale".

Detto metodo è basato sul seguente algoritmo:

$$W = K$$

dove **W** rappresenta il valore complessivo dell'azienda, **K** è il patrimonio netto rettificato.

Nel caso di specie, si ritiene utile affiancare alle metodologie sopra indicate anche un approccio di natura regolatoria atteso che tale aspetto assume particolare rilievo in settori disciplinati da Autorità indipendenti, come quello del ciclo idrico integrato.

Si è precedentemente evidenziato che ARERA e ATERSIR stabiliscono criteri e modalità di riconoscimento tariffario, prevedendo canoni commisurati agli ammortamenti e vincolati al reinvestimento. Questo approccio consente di ancorare la valutazione a un quadro normativo e regolatorio certo, riducendo margini di discrezionalità e garantendo coerenza tra valori contabili e riconoscimenti tariffari.

5.2.5 Motivazioni della scelta del metodo

Alla luce delle caratteristiche del settore e della composizione patrimoniale dei rami conferendi, l'approccio ritenuto più idoneo è quello **patrimoniale, integrato da elementi regolatori**.

Tale metodo consente di rappresentare correttamente il valore delle infrastrutture, garantire coerenza con il sistema tariffario e assicurare trasparenza e verificabilità delle assunzioni, in linea con le finalità della perizia ex art. 2343 c.c.

La preferenza per l'approccio patrimoniale integrato da elementi regolatori discende dalla necessità di verificare che il valore delle immobilizzazioni tecniche conferite sia effettivamente recuperabile attraverso la componente tariffaria determinata nei Piani d'Ambito ATERSIR e approvata da ARERA.

Gli asset conferendi sono di natura infrastrutturale e generano ritorni economici non discrezionali, poiché ancorati alla regolazione. Il metodo patrimoniale consente di mappare ciascuna categoria di cespiti (beni ex-affitto, post-2006, post-2021, beni ex-Comuni ove presenti) alle componenti tariffarie corrispondenti, verificando che gli ammortamenti regolatori e i canoni garantiscano la copertura dei valori netti residui. Per i beni ex-Comuni, la Motivata Istanza ha introdotto un canone dedicato, commisurato all'ammortamento, rafforzando la garanzia di recuperabilità.

Questo approccio permette di controllare la coerenza tra libro cespiti, aliquote regolatorie ARERA e Piani Economico-Finanziari ATERSIR, includendo opere in corso e time-lag di riconoscimento tariffario. In tal modo si accerta che l'orizzonte regolatorio e convenzionale (es. durata della concessione) sia sufficiente a garantire l'integrale ammortamento dei beni conferiti.

In sintesi, l'approccio patrimoniale regolatorio è l'unico che consente una verifica diretta e documentabile della recuperabilità in tariffa dei valori conferiti, rispondendo esattamente al quesito valutativo che la presente perizia è chiamata a dirimere.

5.3 Parametri di riferimento e ipotesi adottate

La metodologia patrimoniale adottata trova la sua piena giustificazione nell'applicazione dell'**approccio regolatorio**, che governa il settore del Servizio Idrico Integrato. Infatti, la valutazione non si limita a rappresentare il valore contabile o tecnico dei beni, ma deve verificare se tale valore sia effettivamente **recuperabile attraverso la componente tariffaria riconosciuta da ARERA e recepita da ATERSIR nei Piani d'Ambito**.

5.3.1 Valori contabili e fonti informative utilizzate

La valutazione parte dai valori contabili al 30 giugno 2025, ricavati dalle situazioni patrimoniali delle società conferenti e dai relativi libri cespiti.

A tali valori sono stati affiancati:

- le riclassificazioni per categorie ARERA;

- le deliberazioni tariffarie di ARERA (MTI-3 e MTI-4) e i Piani Economico-Finanziari di ATERSIR;
- le convenzioni stipulate con il gestore Hera S.p.A., che disciplinano i rapporti di messa a disposizione dei beni.

5.3.2 Trattamento delle immobilizzazioni materiali e immateriali

Le immobilizzazioni materiali (reti, impianti, fabbricati e terreni) sono state considerate al valore netto contabile, integrato dalle verifiche di recuperabilità in tariffa. La valutazione ha dato particolare rilievo alla componente degli **ammortamenti regolatori**, in quanto questi rappresentano la **misura oggettiva del recupero economico del capitale investito** attraverso la tariffa.

Le immobilizzazioni immateriali non hanno assunto un rilievo autonomo nelle società patrimoniali conferenti.

5.3.3 Trattamento del capitale circolante netto e delle passività accessorie

Il capitale circolante netto non incide in maniera significativa sul valore del ramo conferendo, essendo le società patrimoniali strutturalmente orientate alla gestione di cespiti infrastrutturali di lungo periodo.

Le passività rilevanti possono riguardare, in alcuni casi, i **mutui residui** (riconducibili al finanziamento di opere del SII) e il **TFR** del personale.

5.3.4 Ipotesi sulla continuità gestionale e sugli scenari regolatori

La valutazione assume la **continuità gestionale** del modello vigente, che prevede la separazione tra proprietà patrimoniale e gestione operativa del servizio.

L'orizzonte di riferimento si spinge fino al momento cui deve essere verificata la completa recuperabilità dei valori residui.

Elemento centrale è la **Motivata Istanza del 2020**, con la quale è stata introdotta, per i beni cd. "ex-Comuni", una **componente tariffaria aggiuntiva** volta a coprire gli ammortamenti contabili non in precedenza riconosciuti.

5.3.5 Scelta metodologica come sintesi dell'approccio regolatorio

Proprio l'esperienza della Motivata Istanza ha dimostrato che il **criterio patrimoniale**, fondato sul valore netto contabile delle immobilizzazioni e sul loro **recupero in tariffa**, è il più adeguato a rappresentare il valore dei rami d'azienda conferendi.

Si è ritenuto opportuno estendere questa logica anche ai rami **che non presentano beni ex-Comuni**, al fine di garantire **omogeneità di valutazione** e coerenza metodologica tra tutte le società patrimoniali coinvolte.

In questo modo, il metodo patrimoniale diventa la traduzione concreta dell'approccio regolatorio: il valore delle immobilizzazioni è assunto come riferimento solo nella misura in cui è **coperto da una componente tariffaria riconosciuta nei Piani d'Ambito**, ossia da ricavi certi, regolati e vincolati.

5.4 Eventuali criteri alternativi considerati

Non sono stati adottati criteri alternativi, atteso che gli unici elementi considerati nella determinazione dei valori di stima sono i valori contabili delle immobilizzazioni tecniche a servizio del ciclo idrico integrato, e che le tariffe riconosciute nelle convenzioni sono in larga misura basate sul mero recupero del valore contabile attraverso gli ammontamenti di tali valori, che vengono riconosciuti in tariffa.

L'approccio patrimoniale semplice, integrato da elementi regolatori, è dunque l'unico criterio congruo e verificabile per la stima del valore dei rami aziendali oggetto di conferimento.

6. Valutazione del ramo conferito e analisi dei profili tariffari

Il criterio di valutazione adottato per il ramo d'azienda conferendo è rappresentato dal **valore contabile del ramo stesso** emergente dalla **situazione patrimoniale al 30 giugno 2025**, quale esito dell'applicazione del **metodo patrimoniale integrato da considerazioni regolatorie** (Cap. 5).

In coerenza con le finalità del **MTI-4 (2024-2029)** e con il progetto di **razionalizzazione unitaria** degli asset (Cap. 2), il valore è assunto a condizione che sia **effettivamente recuperabile** attraverso le componenti tariffarie riconosciute da ARERA/ATERSIR e riflesse nei Piani d'Ambito.

Il valore del ramo conferendo di **Ravenna Holding S.p.A.** risulta pari a **€ 148.378.305 (leggonsi euro centoquarantottomilioni trecentosettantottomila trecentocinque/00)**, da assumere quale base per il conferimento in **Romagna Acque – Società delle Fonti S.p.A. (RASDF)**. Tale valore recepisce:

- l'assetto convenzionale vigente (canoni, vincolo di reinvestimento, FRBT, $\Delta\text{CUI}T_{\text{capex/ACist}}$);
- il **subentro di RASDF** nei rapporti giuridici attivi/passivi pertinenti (Cap. 2), con continuità di diritti e obblighi su beni e canoni;
- la **logica MTI-4** di stabilità tariffaria, sicurezza degli approvvigionamenti, resilienza e promozione degli investimenti.

6.1 Analisi delle relazioni tra profili tariffari e valutazione degli asset

La seconda parte del mandato professionale affidato al sottoscritto ha avuto come obiettivo quello di analizzare le **relazioni tra i profili tariffari e la valutazione degli asset patrimoniali conferiti**, al fine di garantire che il regime valutativo adottato sia correttamente impostato anche a seguito dell'iscrizione degli stessi nel bilancio della società conferitaria.

L'analisi non si è limitata a una mera lettura contabile, ma ha indagato il **nesso funzionale tra valore patrimoniale e riconoscimento tariffario**, condizione imprescindibile per assicurare che i valori delle immobilizzazioni siano effettivamente recuperabili lungo l'orizzonte regolatorio e convenzionale di riferimento.

Il punto di partenza è rappresentato dal quadro normativo e regolatorio delineato da ARERA attraverso il **Metodo Tariffario Idrico (MTI-4, 2024-2029)**, che definisce le componenti di ricavo riconoscibili in tariffa e i meccanismi di copertura degli ammortamenti.

A ciò si aggiungono le deliberazioni di ATERSIR e le **convenzioni bilaterali** sottoscritte con le società patrimoniali e il gestore Hera, che hanno tradotto tali principi in obblighi contrattuali e in impegni di reinvestimento.

Particolare rilievo assume la *Motivata Istanza 2020*, che ha introdotto, per i beni cd. **ex-Comuni**, un canone tariffario specifico (**ACist**) commisurato agli ammortamenti contabili e vincolato al reinvestimento. Questo meccanismo ha rappresentato un precedente regolatorio di grande importanza, recepito da ARERA senza rilievi e confermato nell'ambito del MTI-4 attraverso la disciplina degli "Altri Corrispettivi". È quindi ragionevole attendersi che esso venga riproposto nei futuri PEF predisposti da ATERSIR, estendendosi di fatto anche oltre l'attuale periodo regolatorio.

Tale logica, pur originariamente pensata per i beni ex-Comuni, è stata **assunta come criterio metodologico uniforme per tutti i rami conferendi**.

In questo modo, la valutazione patrimoniale integra il dato contabile con la verifica della sua coerenza regolatoria, assicurando che:

- per i **Beni ex-affitto**, la remunerazione avvenga attraverso il FRBT;
- per i **Beni post-2006**, la copertura sia garantita dal canone riconosciuto nell'ambito della componente tariffaria $\Delta CUIT_{capex}$ (al netto degli oneri fiscali);
- per i **Beni motivata istanza 2021 (B2.2)**, la relativa copertura in tariffa avvenga due anni dopo l'entrata in esercizio (time lag regolatorio $n+2$);
- per i **Beni ex-Comuni (B3)** opera il canone ACist, introdotto dalla Motivata Istanza 2020 e confermato come riferimento regolatorio da ATERSIR e ARERA.

A questo quadro si aggiungono le risultanze del **parere del prof. Bruti Liberati** (ottobre 2024), che ha approfondito la natura e la prospettiva del canone ACist e ha chiarito che:

- ARERA ha **implicitamente approvato** il canone ACist per il periodo regolatorio 2020-2023;
- l'eventuale estensione oltre tale periodo richiede che ATERSIR lo riproponga nei successivi Piani tariffari, ma **allo stato non vi sono elementi che facciano pensare a un diverso orientamento dell'Autorità**;
- la disciplina del MTI-4 ha sostanzialmente confermato i principi già validati nel MTI-3, senza modifiche sostanziali in materia di riconoscimento tariffario degli "Altri Corrispettivi".

Ne discende che la **ragionevole aspettativa di continuità regolatoria** costituisce un presupposto solido per affermare che i valori conferiti non solo sono oggi coperti dalle regole tariffarie vigenti, ma lo saranno anche nei periodi regolatori successivi.

In questo contesto, il conferimento assume una duplice valenza: da un lato, trasferisce in RASDF la titolarità dei cespiti patrimoniali; dall'altro, garantisce alla società conferitaria il **subentro nei rapporti giuridici e convenzionali** già in essere con ATERSIR e il gestore, con conseguente continuità dei canoni, dei vincoli e delle modalità di aggiornamento tariffario.

Ne consegue che la valutazione patrimoniale dei rami non si riduce a un mero calcolo contabile, ma diventa lo strumento per verificare la **sostenibilità tariffaria e prospettica** dei valori iscritti. La corrispondenza tra immobilizzazioni e componenti tariffarie riconosciute, unita alla stabilità garantita dal quadro regolatorio e dalle convenzioni vigenti, nonché alle conclusioni del parere Bruti Liberati, consente di affermare che i valori conferiti sono **congrui, recuperabili e coerenti con la disciplina del settore** anche oltre l'attuale periodo regolatorio.

6.2 Confronto tra valori patrimoniali e dati prospettici tariffari

La valutazione dei rami aziendali, con specifico riferimento alla componente delle immobilizzazioni a servizio del Servizio Idrico Integrato riferimento è stata pertanto corroborata da un confronto tra:

- i **valori di stock** delle immobilizzazioni nette conferite (al 30 giugno 2025);
- i **dati prospettici** contenuti nei Piano Economico-Finanziario sviluppato per ciascun ramo dal consulente che ha assistito RASFD e le società degli asset e basato sui **dati prospettici tariffari** contenuti nei Piani Economico-Finanziari predisposti da ATERSIR e approvati da ARERA.

Si riporta di seguito la tabella di sviluppo dei dati prospettici di piano:

CONTO ECONOMICO PROSPETTICO ramo SII	2026	2027	2028	2029	2030
Tariffa B1 Beni "ex-affitto"	-	-	-	-	-
Tariffa B2.1 Beni "motivata istanza post 2006 storica"	525.623	483.304	360.890	343.392	333.392
Tariffa B2.2 Beni "motivata istanza 2021"	263.944	391.152	507.407	600.133	692.696
Tariffa B3 Beni "ex Comuni"	4.121.161	4.113.905	4.107.694	4.048.034	3.870.737
Totale ricavi da tariffa	4.910.727	4.988.361	4.975.991	4.991.559	4.896.826
altri ricavi (affitti antenne di telefonia c/o beni del SII)	-	-	-	-	-
Altri ricavi (quota contributo risconti passivi)	-	-	-	-	-
altri ricavi	-	-	-	-	-
Totale Altri ricavi	-	-	-	-	-
Totale Ricavi	4.910.727	4.988.361	4.975.991	4.991.559	4.896.826
Ammortamento B1 Beni "ex-affitto"	-	-	-	-	-
Ammortamento B2.1 Beni "motivata istanza post 2006 storica"	(256.571)	(257.306)	(103.507)	(103.507)	(103.507)
Ammortamento B2.2 Beni "motivata istanza 2021"	(507.407)	(600.133)	(692.696)	(785.119)	(876.200)
Ammortamento B3 Beni "ex Comuni"	(4.133.161)	(4.125.905)	(4.110.734)	(4.040.034)	(3.870.737)
Totale Ammortamenti	(4.897.139)	(4.983.344)	(4.906.937)	(4.928.660)	(4.850.444)
costo dipendenti	-	-	-	-	-
IMU	-	-	-	-	-
Altri costi	-	-	-	-	-
Totale Altri Costi	-	-	-	-	-
RISULTATO OPERATIVO	13.589	5.017	69.054	62.899	46.382
Gestione finanziaria	-	-	-	-	-
RISULTATO ANTE IMPOSTE	13.589	5.017	69.054	62.899	46.382
Imposte tax rate (-27,90%)	(3.791)	(1.400)	(19.266)	(17.549)	(12.941)
RISULTATO NETTO	9.797	3.617	49.788	45.350	33.441

L'obiettivo di questo confronto è quello di verificare se i valori delle immobilizzazioni tecniche conferite siano integralmente **recuperabili attraverso le componenti tariffarie** riconosciute nei periodi regolatori vigenti e in quelli successivi.

Infatti, in caso di invarianza dei canoni di tariffa per i periodi regolatori successivi a quello oggetto di previsione esplicita da parte di ATERSIR, il ramo è sempre in grado di recuperare gli ammortamenti, atteso che lo stesso non chiude mai in perdita operativa dopo averli spesi.

L'analisi ha pertanto evidenziato che il sistema tariffario vigente garantisce già oggi la copertura degli ammortamenti relativi alle principali classi di cespiti — **reti di acquedotto e fognatura, impianti di depurazione, serbatoi, impianti di sollevamento, fabbricati e terreni**.

Tali beni, raggruppati nelle famiglie convenzionali introdotte dalle convenzioni ATERSIR (beni ex affitto, beni post 2006, beni post 2021 e beni ex-Comuni), trovano corrispondenza in specifiche componenti di ricavo tariffario che ne assicurano la progressiva estinzione contabile.

Particolare attenzione è stata riservata ai **beni ex-Comuni**, per i quali la *Motivata Istanza 2020* ha introdotto il **canone ACist**, commisurato agli ammortamenti regolatori e vincolato al reinvestimento, per i quali sono state formulate assunzioni di andamento tariffario coerenti con le risultanze del parere del prof. Bruti Liberati sopra richiamato che ha confermato che allo stato non vi sono elementi che inducano a ritenere che ARERA intenda modificare questo assetto, essendo la disciplina del MTI-4 sostanzialmente invariata rispetto al MTI-3.

Ne deriva una **ragionevole aspettativa di continuità regolatoria**, che costituisce la base per affermare che i valori iscritti per tali beni sono recuperabili non solo nell'attuale periodo MTI-4, ma anche nei successivi.

Per le altre tipologie di cespiti, la logica tariffaria si conferma solida, atteso che:

- per i **Beni ex-affitto**, la remunerazione avviene attraverso il FRBT;
- per i **Beni post-2006**, la copertura è garantita dal canone riconosciuto nell'ambito della componente tariffaria $\Delta CUIT_{capex}$ (al netto degli oneri fiscali);
- per i **Beni motivata istanza 2021 (B2.2)**, la relativa copertura in tariffa è operata due anni dopo l'entrata in esercizio (time lag regolatorio $n+2$).

Tutti i canoni riconosciuti sono accompagnati da vincoli parziali o totali di destinazione e da meccanismi di monitoraggio ex post, che riducono il rischio regolatorio.

Il confronto è stato condotto lungo tre direttrici di verifica:

- **allineamento tecnico**, tra vite utili e aliquote contabili e quelle regolatorie;

- **ciclo capex-tariffa**, comprendente la sequenza entrata in esercizio → riconoscimento in tariffa ($\Delta \text{CUI} \text{capex} / \text{ACist}$) → incasso, con il relativo time-lag regolatorio;
- **capienza temporale**, ossia l'idoneità della durata delle concessioni prorogate (fino al 2028/2029) e delle prospettive di estensione a consentire la completa copertura degli ammortamenti residui.

In conclusione, il **valore contabile delle immobilizzazioni tecniche conferite** non rappresenta una semplice fotografia statica della consistenza patrimoniale, ma un valore dinamico, la cui **recuperabilità di lungo periodo** è garantita:

- da regole tariffarie stabili e già operative;
- dalle convenzioni con ATERSIR che assicurano il legame diretto tra investimento, ammortamento e tariffa,
- dalla prospettiva regolatoria delineata dal MTI-4,
- dalle conclusioni del parere Bruti Liberati, che escludono ad oggi motivi per ritenere che nei periodi regolatori successivi vi sarà un cambiamento nell'impostazione di ARERA in materia di riconoscimento tariffario.

Questa convergenza di elementi consente di affermare che i valori conferiti sono **congrui, recuperabili e sostenibili**, rafforzando la correttezza della metodologia patrimoniale adottata e la solidità del progetto di conferimento in RASDF.

7. Valore finale del ramo oggetto di conferimento e attestazione ai sensi dell'art. 2343 c.c., comma 1

Alla luce delle analisi condotte nei capitoli precedenti, e in particolare delle risultanze della situazione patrimoniale al 30 giugno 2025, integrate dalle verifiche regolatorie e tariffarie illustrate nei capitoli 5 e 6 del presente elaborato, il valore finale del ramo d'azienda oggetto di conferimento da parte di **Ravenna Holding S.p.A.** è determinato in **€ 148.378.305 (leggonsi euro centoquarantottomilioni trecentosettantottomila trecentocinque/00)**.

Tale valore esprime la consistenza patrimoniale netta del ramo conferito, determinata secondo il metodo patrimoniale integrato da considerazioni di natura regolatoria, e riflette la piena recuperabilità delle immobilizzazioni tecniche attraverso le componenti tariffarie approvate da ARERA e ATERSIR.

Ai sensi e per gli effetti dell'**art. 2343, comma 1, c.c.**, il sottoscritto esperto indipendente attesta che:

- il valore del ramo conferito è almeno pari a quello ad esso attribuito ai fini della sottoscrizione del capitale sociale e dell'eventuale sovrapprezzo della società conferitaria;
- la valutazione è stata eseguita con criteri oggettivi e prudenziali, nel rispetto delle disposizioni normative e dei principi professionali di riferimento;

- è stata verificata la recuperabilità del valore attribuito alle immobilizzazioni materiali attraverso l'analisi dell'attitudine dei canoni di tariffa a coprire gli ammortamenti dei cespiti conferendi nell'ipotesi di coerenza del quadro regolatorio con quanti indicato per il Periodo MTI-4 (2024-2029);
- non sono emersi elementi tali da far ritenere che il valore attribuito al ramo non sia congruo e giustificato.

Pertanto, il valore determinato costituisce la base per l'operazione di conferimento in **Romagna Acque – Società delle Fonti S.p.A.**, ai fini dell'aumento di capitale conseguente e della conseguente iscrizione nel bilancio della società conferitaria.

Con quanto sopra esposto, lo scrivente ritiene di aver adempiuto all'incarico professionale che gli è stato conferito con scienza e coscienza professionale, ringrazia per la fiducia in sé riposta e rimane a disposizione per ogni eventuale necessità o chiarimento.

Milano il 28 settembre 2025

In fede

Prof. Dott. Stefano Santucci

