

Perizia di stima

per la valutazione di n. **234.318** azioni corrispondenti al **6,01%** del **capitale sociale** detenute dal
Fallimento [REDACTED] in

“Interporto di Rovigo S.p.A.”



con sede a Rovigo (RO), via delle Industrie n. 53, capitale sociale di nominali euro 6.904.886,82 i.v.
codice fiscale, partita I.V.A. e n. di iscrizione al registro delle imprese di Padova: 00967830290
REA n.: RO-106835

Sommario

1	PREMESSA	3
2	DATA DI RIFERIMENTO	3
3	DISCLAIMER E ASSUNZIONI	4
4	DOCUMENTAZIONE UTILIZZATA	5
5	IL PROFILO DELLA SOCIETÀ.....	5
6	LE PREVISIONI DI STATUTO PIÙ RILEVANTI	12
7	I DATI DI BILANCIO	13
8	METODI DI VALUTAZIONE	15
9	SCELTA DEL METODO DI VALUTAZIONE E LA STIMA	23
10	CONCLUSIONI	28

1 PREMESSA

La sottoscritta Dott.ssa Stefania Martignon, nata a Dolo (VE) il 06.01.1984, C.F. MRTSFN84A46D325F, con studio in Dolo (VE), via Comunetto 11 int. 3, veniva incaricato in data 16.05.2023 dalla procedura fallimentare [REDACTED] sul Tribunale di Padova al fine di stimare il valore delle azioni detenute dal [REDACTED] nella società INTERPORTO DI ROVIGO S.P.A. corrispondenti al 6,01% del capitale sociale, al fine della vendita competitiva delle stesse ai sensi degli artt. 107 e ss. L.F.

* * *

I principi italiani di valutazione (PIV) indicano quelli che sono gli imprescindibili requisiti soggettivi dell'esperto stimatore:

- a) il rispetto dell'etica professionale;
- b) l'indipendenza richiesta dal tipo di mandato ricevuto;
- c) l'oggettività nella ricerca degli elementi informativi, nelle successive elaborazioni e nella trasmissione dei risultati, distinguendo i dati di fatto dalle interpretazioni e dai giudizi personali;
- d) la diligenza nello svolgimento delle diverse fasi del processo valutativo, come pure nella verifica della sussistenza delle condizioni per poter svolgere correttamente il proprio mandato;
- e) le doti di professionalità e di competenza tecnica richieste, come pure il livello delle conoscenze necessarie dallo svolgimento del proprio lavoro.

Ai fini del presente incarico, si attesta il rispetto e la sussistenza dei requisiti soggettivi sopra indicati.

2 DATA DI RIFERIMENTO

Per poter quantificare il valore delle azioni detenute dal [REDACTED] nella società INTERPORTO DI ROVIGO S.P.A. si rende necessario, in primo luogo, individuare la data di riferimento della presente valutazione. A tal fine, la scrivente esprimerà il valore delle azioni al 31.12.2023, data alla quale sono riferite le informazioni e i dati più aggiornati disponibili presso i Pubblici Registri e reperiti presso la Società.

3 DISCLAIMER E ASSUNZIONI

Ai fini della presente relazione va considerato che il [REDACTED] è un socio di minoranza della Società INTERPORTO DI ROVIGO S.P.A., e non dispone di un completo asset informativo della partecipata.

Infatti, trattandosi di una società per azioni, l'azionista (peraltro di minoranza) non ha un diritto di controllo come previsto nelle società a responsabilità limitata, bensì più propriamente un diritto di ispezione limitato ai libri sociali (art. 2422 c.c.) e un diritto di informazione su determinati aspetti legati alle decisioni sociali.

Per queste ragioni, la valutazione in oggetto è basata sulle informazioni e sui documenti disponibili presso i Pubblici Registri, nonché quelli forniti dal consulente della Società partecipata ovvero disponibili sul sito internet della medesima.

* * *

Si precisa, inoltre, che:

- la valutazione è stata effettuata sulla base delle condizioni economiche e di mercato attuali, alla luce degli elementi di previsione ragionevolmente ipotizzabili;
- la stima non tiene conto della possibilità che si verifichino eventi futuri di natura straordinaria ed imprevedibile come, ad esempio, nuove normative di settore, variazioni sostanziali della normativa fiscale ecc.;
- sebbene la stima del valore delle azioni sia da considerarsi accurata e completa da un punto di vista sostanziale, il contenuto della presente relazione non deve essere ritenuta una promessa di risultati futuri della Società partecipata;
- il perito stimatore, pur avendo adottato le precauzioni richieste dalla natura dell'incarico, svolgendolo con la diligenza propria della categoria professionale di appartenenza e con l'adeguata indipendenza di giudizio, nonché avendo svolto e valutato attentamente i dati, i documenti e le informazioni a disposizione, non risponde della completezza, accuratezza, attendibilità, veridicità e rappresentatività dei dati, documenti e informazioni forniti dalla Società e risultanti dai Pubblici Registri consultati;

- le conclusioni a cui il perito è pervenuto sono basate sul complesso delle valutazioni contenute nella presente Relazione e, pertanto, nessuna parte della stessa potrà comunque essere singolarmente utilizzata rispetto al documento nella sua interezza.

Date le finalità perseguite e le conseguenti metodologie di lavoro adottate, i valori e le considerazioni qui indicate non possono, inoltre, in alcun modo fornire parametri, elementi, informazioni o valori assoluti o relativi per compiere qualsivoglia operazione o transazione o per assumere scelta o decisione in merito a tali operazioni o transazioni.

4 DOCUMENTAZIONE UTILIZZATA

Ai fini dell'incarico, la scrivente ha utilizzato la documentazione pubblicata nei Pubblici Registri, quali i bilanci d'esercizio della Società partecipata al 31.12.2021, 31.12.2022 e 31.12.2023 (quest'ultimo inoltrato agli organi della procedura fallimentare per l'approvazione del bilancio la cui assemblea dovrebbe essersi tenuta in data 24.05.2024), gli atti sociali pubblicati (statuto sociale e verbale di assemblea straordinaria del 28.05.2023), nonché le informazioni reperite nel sito internet della Società.

Si precisa, inoltre, che la Curatela del [REDACTED] ha inviato una missiva all'organo amministrativo di Interporto di Rovigo S.p.A. avente ad oggetto la richiesta di trasmissione della documentazione e delle informazioni utili alla redazione della presente relazione, senza tuttavia ottenere riscontro. Pertanto, la scrivente non ha a disposizione alcun documento contabile ed extra contabile della società partecipata.

* * *

Si precisa, infine, che l'analisi svolta non ha avuto ad oggetto la verifica dell'esistenza di circostanze non comunicate e/o mantenute nascoste (principio della buona fede) dalla Società partecipata o da soggetti terzi. Pertanto, non è stata svolta alcuna autonoma verifica sulle informazioni e sui dati utilizzati, presupponendone la correttezza, completezza e accuratezza.

5 IL PROFILO DELLA SOCIETÀ

La Società partecipata è stata costituita in data 16.10.1992 e contestualmente ha iniziato l'attività. La sede legale è sita in Viale delle Industrie SNC – Porto interno di Rovigo (RO) ove viene svolta l'attività sociale.

Attività svolta

Sulla base delle risultanze camerali, la società partecipata svolge le attività di gestione di centri di movimentazione merci (codice Ateco 52.21.4), la promozione, lo studio, la progettazione e la realizzazione di un interporto sito nel comune di Rovigo, la gestione delle strutture e dei servizi interportuali inerenti, nonché la fornitura di beni e servizi connessi al suddetto insediamento.

Più in particolare, l'oggetto sociale della partecipata risulta essere il seguente:

“la promozione, lo studio, la progettazione e la realizzazione di un interporto sito nel Comune di Rovigo e di strutture portuali e/o interportuali con particolare riferimento alla navigazione interna, fluviomarittima e marittima aventi le caratteristiche indicate dall'art. 6 della legge 30/05/1995 n. 204 e successive integrazioni e modificazioni; la gestione delle strutture e dei servizi interportuali finalizzata all'integrazione dei sistemi di trasporto terrestre, marittimo, fluviale, aereo ed accessori, diretta a facilitare le operazioni connesse alle volture di carico, alla movimentazione ed eventuale sosta temporanea delle merci nell'ambito interportuale, all'organizzazione logistica della produzione e della distribuzione fisica dei prodotti, anche in zona franca, completando la struttura con opportuni servizi intesi a fornire assistenza agli operatori ed ai loro mezzi; la realizzazione e/o gestione di aree di deposito doganale per merci nazionali, nazionalizzate ed estere, di magazzini generali, autoparchi, centri merci, terminals per la movimentazione di merci di vario genere, containers, rotabili vari, nonché' la gestione, in proprio e per conto di terzi o mediante contratti con altri soggetti, di pubblici esercizi, di attività connesse all'assistenza e manutenzione degli autoveicoli ed altri mezzi di trasporto, distributori di carburanti; la promozione, lo studio, la progettazione, la realizzazione e la gestione di darsene turistiche per navi da diporto, nonché' lo svolgimento di attività commerciali e di servizi connesse alle precedenti, sia in proprio che per conto di terzi o mediante contratti con altri soggetti; la società potrà inoltre compiere tutti gli atti occorrenti per l'attuazione dell'oggetto sociale, ad esclusivo giudizio e secondo le modalità precisate dal consiglio di amministrazione, così tra l'altro, e a titolo meramente esemplificativo e senza pretesa alcuna di esaustività: prestare servizi di progettazione e consulenza nei settori industriale, commerciale, artigianale, terziario avanzato, dell'innovazione e dei trasporti, con particolare riferimento a quelli intermodali ad enti e società partecipate e non; fornire a terzi, sia enti pubblici che aziende private, ed a qualsiasi titolo, know-how nei campi di propria pertinenza; gestire in maniera diretta o indiretta servizi generali e particolari in favore di altri enti o aziende; compiere tutte le operazioni commerciali, industriali e finanziarie, mobiliari ed immobiliari, necessarie ed utili per il conseguimento dell'oggetto sociale, comprese le prestazioni di garanzie

reali o personali a favore dei soci o di terze persone, con espressa esclusione delle attività di intermediazione di cui alla l. 02/01/1991 n. 1;

assumere, sia direttamente che indirettamente, interessenze e partecipazioni in altre società, associazioni ed enti, compreso l'osservatorio regionale sulla movimentazione delle merci, aventi e non oggetto analogo od affine al proprio”.

Tra le attività dell'Interporto si possono individuare le seguenti tipologie di servizi:



Sul punto, il sito internet di INTERPORTO DI ROVIGO espone le seguenti descrizioni:

“TRASPORTO FLUVIALE

L'Interporto di Rovigo occupa una posizione strategica in quanto si affaccia sul canale navigabile Fissero-Tartaro Canalbianco che tramite il Po di Levante o il Po di Brondolo sfocia sul Mare Adriatico.

Il canale è accessibile da imbarcazioni fluvio marittime della V classe europea. Le chiatte utilizzate per il trasporto fluviale hanno una capacità di carico fino a 1.800 tonnellate.

La via navigabile nasce da Porto Levante, dove sono stati costruiti i moli foranei e attraverso il canale navigabile Canalbianco, Tartaro e Fissero giunge fino a Mantova con una lunghezza di circa 170 Km. Successivamente, tramite le conche di San Leone entra nel Po per raggiungere il Porto di Cremona.

Dal canale navigabile è possibile arrivare al mare tramite il Po di Brondolo, il quale garantisce il collegamento con il Porto di Chioggia.

Il porto di Marghera è raggiungibile percorrendo il tratto navigabile della Laguna Veneta.

Il corso d'acqua mantiene per tutto l'anno una profondità costante di 3,50 metri diversamente dal fiume Po che è navigabile soltanto per alcuni mesi.

La navigazione fluvio-marittima per il trasporto delle merci, consente:

- un ridotto consumo energetico;*
- un basso impatto ambientale;*

- grandi capacità di carico;*
- un contenimento significativo dei costi rispetto al trasporto su gomma o su ferro;*
- trasporto di carichi eccezionali senza impegnare le principali arterie stradali;*
- diminuzione dei costi esterni.*

La crescente affermazione della logistica integrata e le potenzialità del trasporto plurimodale sottolineano il ruolo fondamentale assunto dagli scali fluvio – marittimi, sia come anelli della catena intermodale sia come centri logistici in grado di offrire servizi e valore aggiunto.

TRASPORTO FLUVIALE DI CARICHI ECCEZIONALI

Le tempistiche per il rilascio delle autorizzazioni relative ai trasporti eccezionali su gomma, hanno determinato un aumento considerevole della domanda di trasporto fluviale della suddetta tipologia merceologica. L'Interporto di Rovigo è stato protagonista di diversi imbarchi da Rovigo verso il porto di Venezia e da Rovigo verso Porto Valdaro – Mantova e tutt'ora riveste un ruolo di rilievo in questo ambito.

TRASPORTO FERROVIARIO

L'Interporto di Rovigo è collocato sulle tratte ferroviarie Bologna – Padova e Verona – Chioggia. La struttura presenta 60.000 metri quadrati di piazzali raccordati ferroviariamente nei quali è possibile svolgere le attività di movimentazione container. Tali operazioni sono garantite dalla presenza di apposite gru gommate.

Parte delle aree raccordate sono destinate al deposito dei container vuoti.

Interporto di Rovigo ha dedicato un'apposita area alla manutenzione in sicurezza dei carri ferroviari.

I SERVIZI FERROVIARI

- trazione ferroviaria: introduzione ed estrazione convogli ferroviari;*
- disponibilità area per manutenzione carri ferroviari;*
- lavaggio e manutenzione container;*
- servizio di pesatura treno in linea.*

PARTICOLARITÀ

L' Interporto di Rovigo è raggiungibile mediante linea ferroviaria con codifica di traffico combinato P/C 80, linee sulle quali è possibile trasportare casse mobili e semirimorchi, caricati su carri Poche, aventi larghezza massima di 2500 mm ed altezza massima di 4100 mm. Si tratta di una linea sulla quale è possibile effettuare il trasporto di tipo Autostrada Viaggiante.

TRASPORTO STRADALE

L'Interporto di Rovigo è direttamente collegato alle direttrici di traffico più importanti, tra le quali:

- l'Autostrada A13 Bologna Padova attraverso il Casello di Boara Pol. ed il costruendo Casello di Villamarzana sulla SS 434;*
- la SS 434 Verona Transpolesana;*
- la Statale 16 Bologna – Padova;*
- la SS 309 Romea e futura Romea commerciale;*
- la Costruenda Valdastico Sud (Vicenza Canda, Canda Strada Eridania);*

L'infrastruttura è baricentrica rispetto ai maggiori aeroporti del Nord Est ed al contempo gode di strategici collegamenti con gli interporti.

L' Interporto di Rovigo è raggiungibile mediante linea ferroviaria con codifica di traffico combinato P/C 80, linee sulle quali è possibile trasportare casse mobili e semirimorchi, caricati su carri Poche, aventi larghezza massima di 2500 mm ed altezza massima di 4100 mm. Si tratta di una linea sulla quale è possibile effettuare il trasporto di tipo Autostrada Viaggiante.

MOVIMENTAZIONE E STOCCAGGIO

Interporto Rovigo Spa > Movimentazione e stoccaggio

L'area interportuale di Rovigo comprende una superficie di circa 1.900.000 metri quadrati.

La società Interporto di Rovigo Spa è proprietaria di un'area di 350.000 metri quadrati, di cui 41.000 mq di magazzini.

Tra gli operatori logistici è presente in particolare una società che gestisce un magazzino di 6.000 mq a temperatura controllata. L'area è caratterizzata dalla presenza di un magazzino silos automatizzato in grado di contenere 81.000 metri cubi di rinfuse agroalimentari. Tale magazzino consente lo shift modale dalle diverse modalità di trasporto. Da chiatta a camion o da treno a camion, il materiale in arrivo in grandi quantità viene quindi spedito a destino con gli automezzi".

La Società in data 19.10.2021 ha incorporato Veneto Logistica s.r.l. (CF 03773480284). Per effetto di detta incorporazione, si è determinato un disavanzo da annullamento della partecipazione nella Veneto Logistica pari ad 1.702.006 €, il quale è stato imputato alle immobilizzazioni materiali-fabbricati e terreni- dell'Attivo di Interporto di Rovigo S.p.a. in misura proporzionale al costo storico di costruzione e di acquisto dei suddetti immobili effettuato da Veneto Logistica S.r.l.

La compagine sociale e la presenza di Soggetti pubblici

Il capitale sociale della partecipata è così composto:

- Capitale sociale deliberato: € 8.836.160,37
- Capitale sociale sottoscritto: € 6.904.886,82
- Capitale sociale versato: € 6.904.886,82
- Numero azioni: 3.901.066
- Valore per azione: € 1,77

Il capitale sociale è detenuto dai seguenti soggetti:

	n. Azioni	Valore CS	
CAPITALE SOCIALE	3.901.066	6.904.886,82	
Socio	n. AZIONI	Valore CS	% CS
INFRASTRUTTURE VENETE S.R.L.	1.644.709	2.911.134,93	42%
COMUNE DI ROVIGO	557.864	987.419,28	14%
AMMINISTRAZIONE PROVINCIALE DI ROVIGO	471.339	834.270,03	12%
CONSORZIO PER LA ZONA AGRICOLA INDUSTRIALE DI VERONA	235.958	417.645,66	6%
██	234.318	414.742,86	6%
INTESA SAN PAOLO	139.884	247.594,68	4%
ALTRI	616.994	1.092.079,38	16%

Si evidenzia che la maggioranza del capitale sociale, senza considerare le azioni del ██████████ ██████████, appare detenuto da Enti pubblici o da società partecipate da Enti pubblici nel rispetto di quanto previsto dall'art. 6 dello statuto di Interporto di Rovigo S.p.A.

Con riferimento invece all'entità del capitale sociale, si evidenzia che nel corso dell'assemblea straordinaria dei soci del 28.05.2021 veniva deliberato quanto segue:

"1) di aumentare in modo scindibile a pagamento il capitale sociale per l'importo di Euro 3.000.001,32 (...), dagli attuali Euro 5.836.159,05 ad Euro 8.836.160,37 (...), mediante l'emissione di numero 1.694.916 (...) nuove azioni del valore nominale di Euro 1,77 (...) cadauna, godimento regolare, ad un prezzo per azione di Euro 1,77 (...), pari quindi al valore nominale, privo di qualsiasi sovrapprezzo, per un controvalore complessivo pari ad Euro 3.000.001,32 (...), il tutto da offrirsi in opzione ai soci in proporzione alle azioni da ciascuno di essi già possedute;

2) di prendere atto che, ai sensi dell'art. 2441 secondo comma del codice civile, gli azionisti avranno un termine non inferiore a 30 (trenta) giorni dalla data di pubblicazione dell'offerta di opzione nel Registro delle Imprese per l'esercizio del diritto di opzione;

3) di prevedere che gli azionisti i quali eserciteranno il diritto di opzione, purché ne facciano contestuale richiesta, avranno diritto di prelazione nell'acquisto delle azioni che siano rimaste inoprate, per parte o per l'intero dell'inoprate, con l'intesa che, qualora le richieste di sottoscrizione

in prelazione pervenute alla Società dovessero eccedere l'ammontare complessivo delle azioni rimaste inoptate, le richieste saranno soddisfatte in proporzione ai titoli già posseduti dai richiedenti;

4) di stabilire quale termine ultimo per la sottoscrizione delle azioni di cui sopra la data del 31 (trentuno) ottobre 2021 (duemilaventuno);

5) di conferire all'Organo amministrativo ogni più ampia facoltà in ordine all'esecuzione dell'aumento di capitale a pagamento come sopra deliberato, ma con espressa esclusione di collocamento delle azioni eventualmente rimaste inoptate presso terzi;

6) di dare atto che solo con l'esecuzione dell'aumento avrà luogo la modifica dell'art. 6 dello statuto sociale nella parte relativa all'ammontare del capitale sociale, delegando all'Organo amministrativo, a recepimento e quindi in esito alla sola sottoscrizione dell'aumento stesso, la precisazione dell'espressione numerica del capitale stesso, autorizzandolo a depositare l'attestazione di cui all'art. 2444 del codice civile e il testo dello statuto sociale portante la modifica del citato art. 6 relativo al capitale sociale”.

La predetta sottoscrizione del capitale sociale appare dunque scaduta e comunque preclusa a terzi estranei alla compagine sociale. Come riportato nella nota integrativa al bilancio al 31.12.2021, l'aumento di capitale è stato sottoscritto e versato per un importo pari ad Euro 1.068.728.

L'organo amministrativo

L'organo amministrativo è costituito nella forma del Consiglio di Amministrazione e, sulla base della visura camerale al 04.06.2024, è così composto:

- FERRARI ALESSANDRA, Presidente C.d.A.;
- BRESSANIN PRIMO VITALIANO, Amministratore Delegato;
- GASPARETTO ROBERTO, Vice Presidente C.d.A. e Amministratore Delegato;
- LIBARDO ALESSANDRA, Consigliere;
- MILOTTI ALBERTO, Consigliere.

L'organo amministrativo risulta nominato con atto del 27.07.2023 e durerà in carica fino all'approvazione del bilancio al 31.12.2025.

L'organo di controllo e di revisione

Il Collegio Sindacale è stato nominato in data 27.07.2023, in scadenza con l'approvazione del bilancio al 31.12.2025, e risulta così composto:

- LIANA ALESSANDRO, Presidente del Collegio Sindacale;
- BONONI IRENE, sindaco effettivo;
- NALE MONICA UMBERTA, sindaco effettivo.

Il Revisore Legale dei conti è PAVANELLO ANDREA anch'egli nominato con atto del 27.07.2023 e in carica fino all'approvazione del bilancio al 31.12.2025.

6 LE PREVISIONI DI STATUTO PIÙ RILEVANTI

Si evidenziano nel presente paragrafo le clausole statutarie più rilevanti ai fini del trasferimento delle azioni.

L'art. 6 contiene il requisito riferito alla natura dei sottoscrittori:

Art. 6 Capitale Sociale

Il capitale sociale è di Euro 6.904.886,82 (seimilioni novecentoquattromilaottocottantasei virgola ottanta due centesimi) ripartito in n.ro 3.901.066 (tremilioni novecentounomilasessantasei) azioni ordinarie di €. 1,77 (uno virgola settantasette centesimi) ciascuna.

Le azioni dovranno essere sottoscritte all'atto della costituzione da Enti Pubblici o di Diritto Pubblico, da Amministrazioni ed Aziende Autonome Pubbliche, da Società per Azioni a prevalente capitale pubblico nella misura minima del 51% (cinquantuno per cento) del capitale sociale.

L'art. 7 disciplina il diritto di prelazione dei soci nell'ipotesi di trasferimento delle azioni:

Art. 7

(...)

Le azioni sono liberamente trasferibili riservato, comunque, ai soci il diritto di prelazione.

Il socio che intenda alienare in tutto o in parte le proprie azioni, dovrà dare avviso con raccomandata con ricevuta di ritorno agli altri soci ed al Presidente del Consiglio di Amministrazione. Nella comunicazione sarà indicato il numero di azioni che s'intende cedere, il prezzo, le condizioni di pagamento, il nominativo dell'acquirente, il termine entro il quale l'acquisto sarà perfezionato (entro e non oltre 90 gg dall'invio delle lettere raccomandate) ed il termine per l'esercizio del diritto di prelazione non inferiore a trenta giorni.

Ciascun azionista potrà esercitare il proprio diritto di prelazione comunicandolo con lettera raccomandata con ricevuta di ritorno al cedente ed al Presidente del Consiglio di Amministrazione.

I soci che intenderanno esercitare il diritto di prelazione potranno acquisire le azioni poste in vendita proporzionalmente alla quota di partecipazione al capitale sociale dagli stessi detenuta.

(...)

L'art. 15 contiene la disciplina riferita all'organo amministrativo:

Art. 15 - Amministratori della Società - Presidente

L'amministrazione della società è affidata ad un Consiglio di Amministrazione composto da un minimo di 3 (tre) ad un massimo di 7 (sette) componenti scelti anche tra non soci.

Di tali membri la maggioranza è nominata dall'assemblea su proposta dei soci di area pubblica di cui all'art.6 dello Statuto, mentre i rimanenti sono nominati dall'assemblea su proposta dei soci privati.

La nomina degli amministratori non può essere fatta per un periodo superiore a tre anni.

Gli amministratori sono rieleggibili e sono revocabili dall'assemblea dei soci.

Il Consiglio di Amministrazione elegge il Presidente ed uno o due Vice Presidenti che hanno disgiuntamente le stesse funzioni del Presidente in caso di assenza o impedimento dello stesso.

7 I DATI DI BILANCIO

Nella tabella che segue vengono illustrati i dati di bilancio riferiti agli ultimi 3 esercizi:

	2023	2022	2021
<i>A - Totale crediti verso soci per versamenti ancora dovuti</i>	0	0	0
B.I - Totale immobilizzazioni immateriali	102.192	148.030	128.075
B.II - Totale immobilizzazioni materiali	27.953.045	26.934.222	16.941.132
B.III - Totale immobilizzazioni finanziarie	20.780	20.780	2.620.356
B - Totale immobilizzazioni	28.076.017	27.103.032	19.689.563
C.I - Totale rimanenze			
C - Immobilizzazioni materiali destinate alla vendita			
C.II - Crediti, esigibili entro l'esercizio successivo	1.358.884	1.496.620	707.030
C.II - Crediti, esigibili oltre l'esercizio successivo	167.564	167.564	104.003
C.II.5-ter - Crediti, imposte anticipate, totale imposte anticipate			
C.II - Totale crediti	1.526.448	1.664.184	811.033
C.III - Totale attività finanziarie che non costituiscono immobilizzazioni			
C.IV - Totale disponibilità liquide	627.021	1.541.266	1.898.709
C - Totale attivo circolante	2.153.469	3.205.450	2.709.742
<i>D - Attivo, ratei e risconti</i>	67.197	41.343	42.354
Totale attivo	30.296.683	30.349.825	22.441.659

	2023	2022	2021
A.I - Patrimonio netto, capitale	6.904.887	6.904.887	6.904.887
A.II - Patrimonio netto, riserva da sovrapprezzo delle azioni			
A.III - Patrimonio netto, riserve di rivalutazione			
A.IV - Patrimonio netto, riserva legale	41.630	20.708	10.689
A.V - Patrimonio netto, riserve statutarie			
A.VI - Patrimonio netto, Altre riserve, distintamente indicate, totale altre riserve	753.227	355.710	69.002
A.VII - Patrimonio netto, riserva per operazioni di copertura dei flussi finanziari attesi			
A.VIII - Patrimonio netto, utili (perdite) portati a nuovo			
A.IX - Patrimonio netto, utile (perdita) dell'esercizio	514.646	418.440	200.377
A - Patrimonio netto, perdita ripianata nell'esercizio			
A.X - Patrimonio netto, riserva negativa per azioni proprie in portafoglio			
A - Totale patrimonio netto	8.214.390	7.699.745	7.184.955
<i>B - Totale fondi per rischi ed oneri</i>	208.120	271.578	20.741
C - Trattamento di fine rapporto di lavoro subordinato	127.465	123.488	110.888
D - Debiti, esigibili entro l'esercizio successivo	1.339.391	1.249.727	1.055.840
D - Debiti, esigibili oltre l'esercizio successivo	5.996.900	6.349.708	4.214.197
D - Totale debiti	7.336.291	7.599.435	5.270.037
<i>E - Passivo, ratei e risconti</i>	14.410.417	14.655.579	9.855.038
Totale passivo	30.296.683	30.349.825	22.441.659

*Dott.ssa Stefania Martignon
Dottore Commercialista e Revisore Legale dei Conti
Via Comunetto n. 11 int. 3 Dolo (VE)*

	2023	2022	2021
A.1 - Valore della produzione, ricavi delle vendite e delle prestazioni	3.039.770	2.991.790	1.355.526
A.5 - Valore della produzione, altri ricavi e proventi, altri	955.239	772.311	604.777
A.5 - Valore della produzione, altri ricavi e proventi, totale altri ricavi e proventi	955.239	772.311	604.777
A - Totale valore della produzione	3.995.009	3.764.101	1.960.303
B.6 - Costi della produzione, per materie prime, sussidiarie, di consumo e di merci	29.680	16.744	6.462
B.7 - Costi della produzione, per servizi	1.015.245	1.440.534	520.494
B.8 - Costi della produzione, per godimento di beni di terzi	190.087	133.553	69.532
B.9.a - Costi della produzione, per il personale, salari e stipendi	475.485	250.022	160.379
B.9.b - Costi della produzione, per il personale, oneri sociali	140.263	73.891	48.722
B.9.c-d-e - Costi della produzione, per il personale, trattamento di fine rapporto, trattamento di quiescenza, altri costi del personale	33.006	25.506	14.939
B.9 - Costi della produzione, per il personale, totale costi per il personale	648.754	349.419	224.040
B.10 - Costi della produzione, ammortamenti e svalutazioni, ammortamento delle immobilizzazioni immateriali e materiali, altre svalutazioni delle immobilizzazioni	973.653	918.067	638.001
B.10.a - Costi della produzione, ammortamenti e svalutazioni, ammortamento delle immobilizzazioni immateriali			
B.10.b - Costi della produzione, ammortamenti e svalutazioni, ammortamento delle immobilizzazioni materiali			
B.10.d - Costi della produzione, ammortamenti e svalutazioni, svalutazioni dei crediti compresi nell'attivo circolante e delle disponibilità liquide	9.757	5.783	52.262
B.10 - Costi della produzione, ammortamenti e svalutazioni, totale ammortamenti e svalutazioni	983.410	923.850	690.263
B.12 - Costi della produzione, accantonamenti per rischi	25.576	6.619	8.965
B.14 - Costi della produzione, oneri diversi di gestione	196.290	194.589	148.190
B - Totale costi della produzione	3.089.042	3.065.308	1.667.946
Differenza tra valore e costi della produzione	905.967	698.793	292.357
C.16.d - Proventi e oneri finanziari, altri proventi finanziari, proventi diversi dai precedenti, altri	20.659	12.029	124
C.16.d - Proventi e oneri finanziari, altri proventi finanziari, proventi diversi dai precedenti, totale proventi diversi dai precedenti	20.659	12.029	124
C.16 - Proventi e oneri finanziari, altri proventi finanziari, totale altri proventi finanziari	20.659	12.029	124
C.17 - Proventi e oneri finanziari, interessi e altri oneri finanziari, altri	328.733	226.162	56.653
C.17 - Proventi e oneri finanziari, interessi e altri oneri finanziari, totale interessi e altri oneri finanziari	328.733	226.162	56.653
C - Totale proventi e oneri finanziari	(308.074)	(214.133)	(56.529)
D - Totale delle rettifiche di valore di attività e passività finanziarie			
Risultato prima delle imposte	597.893	484.660	235.828
20 - Imposte sul reddito dell'esercizio, correnti, differite e anticipate, imposte correnti	83.247	66.220	35.451
20 - Imposte sul reddito dell'esercizio, correnti, differite e anticipate, totale delle imposte sul reddito dell'esercizio, correnti, differite e anticipate	83.247	66.220	35.451
21 - Utile (perdita) dell'esercizio	514.646	418.440	200.377

Nella nota integrativa al bilancio 31.12.2022 viene riportato che *“l'Assemblea è stata convocata in deroga al termine ordinario di approvazione del bilancio stabilito dall'art. 2364, c.2, c.c. in quanto, a seguito del perfezionamento della citata incorporazione, la società nel corso dei primi mesi del corrente anno ha completato un processo di riorganizzazione aziendale con il quale sono state attuate significative modifiche all'assetto organizzativo, amministrativo e contabile, adeguando nel contempo anche il sistema informativo. La società, come previsto dal D. Lgs. n. 14/2019 (Codice della crisi e dell'insolvenza d'impresa), adotta un assetto organizzativo, amministrativo e contabile adeguato alla natura dell'impresa, anche in funzione della rilevazione tempestiva della crisi d'impresa e dell'assunzione di idonee iniziative”*.

Nel sito di INTERPORTO ROVIGO S.p.A. è inoltre esposto quanto segue:

“Parola d'ordine “continuità”. Il nuovo CdA di Interporto vede rinnovata la fiducia nell'operato di Primo Vitaliano Bressanin, che assume la carica di AD con tutte le deleghe previste dal codice civile, e si allarga a cinque persone con l'ingresso dell'avvocato Alessandra Ferrari alla presidenza e Roberto Gasparetto alla vicepresidenza; in consiglio entrano anche Alberto Melotti (in quota ZAI Verona) e Alessandra Libardo in rappresentanza invece dell'Autorità Portuale di Venezia.

La nomina del nuovo organismo, arrivata a fine luglio su indicazione dell'assemblea dei soci, è stata recepita dal nuovo CdA i cui membri nella prima riunione operativa del 7 agosto hanno provveduto alla conferma di quanto indicato dall'Assemblea dei Soci.

Il board di Interporto si arricchisce quindi di nuove figure allargando l'orizzonte a importanti realtà quali la veronese ZAI e l'Autorità lagunare e mantenendo la barra del timone saldamente nelle

mani di Bressanin, che ne ha rilanciato l'attività risanando i conti, ridando vigore a un ente che ora guarda alle prossime sfide future.

Dopo la chiusura del bilancio all'insegna del "più" – oltre 400mila euro di utile al netto delle imposte – arrivato seguendo un trend sempre in crescita nell'ultimo quinquennio di gestione Bressanin, Viale delle Industrie si prepara quindi al nuovo mandato che intende declinare la sua azione in tre parole: innovazione, investimenti, sostenibilità".

Infine, in relazione ai dati di bilancio sopra esposti, va segnalato, come si legge nei documenti di bilancio, che in data 22.02.2022 è stata data esecuzione alla delibera di **fusione per incorporazione della Veneto Logistica S.r.l. in Interporto di Rovigo S.p.A.**, delibera già adottata a seguito dell'Assemblea Straordinaria degli azionisti tenutasi il 16 dicembre 2021.

Come previsto dalla citata Assemblea Straordinaria e confermato in sede di esecuzione della delibera stessa, gli effetti civilistici della fusione di cui all'art. 2504-bis comma 2 c.c. sono decorsi dal 25.02.2022, mentre, ai sensi di quanto disposto dall'art. 2504-bis comma 3 c.c., gli effetti contabili e fiscali sono stati retrodatati al 1° gennaio 2022.

Per effetto della suddetta incorporazione, si è determinato un disavanzo da annullamento della partecipazione nella Veneto Logistica pari ad Euro 1.702.006, il quale è stato imputato alle immobilizzazioni materiali (fabbricati e terreni) dell'attivo di Interporto di Rovigo S.p.a. in misura proporzionale al costo storico di costruzione e di acquisto dei suddetti immobili effettuato da Veneto Logistica S.r.l.

Va altresì rilevato che la Società non ha distribuito dividendi quantomeno dal 2017 (ultimo bilancio analizzato dalla scrivente).

8 METODI DI VALUTAZIONE

In tema di valutazione assume importanza la scelta di uno o più metodi di valutazione, in funzione delle caratteristiche, del settore di appartenenza di ciò che si intende valutare e delle finalità per cui viene richiesta la valutazione. Nel caso di specie, si può fare riferimento ai principali metodi di valutazione definiti in dottrina ed utilizzati nella prassi per la stima di compendi aziendali e quote societarie, in particolare:

- metodi finanziari;
- metodi dei multipli di borsa;

- metodi empirici o di mercato.
- metodi reddituali;
- metodi patrimoniali;
- metodi misti.

Di seguito vengono illustrati i diversi approcci riferibili ai vari metodi di valutazione di capitali economici.

Metodi finanziari

Le attività economiche in un normale contesto di continuità aziendale dovrebbero, in un dato orizzonte temporale, generare flussi finanziari correlati sia a fenomeni economici (costi e ricavi dell'attività), sia a fenomeni esclusivamente patrimoniali o finanziari (investimenti/disinvestimenti, ottenimento/rimborso di prestiti, etc). La valutazione con il metodo finanziario ha il vantaggio di rispecchiare la logica di un ipotetico investitore che, a fronte di un immediato esborso, si attenda una serie di flussi di cassa futuri.

Il metodo finanziario del *Discounted Cash Flow (DCF)* trova fondamento sull'ipotesi che il valore dell'azienda sia pari al valore attuale dei flussi che la stessa sarà in grado di generare in futuro, tenuto conto dell'incidenza degli investimenti e delle aspettative economiche degli investitori. Il primo passaggio per l'applicazione del metodo del DCF è la determinazione dei flussi di cassa disponibili. Si procede quindi all'attualizzazione dei flussi di cassa disponibili; il tasso di sconto utilizzato è il cosiddetto *WACC (Weighted Average Cost of Capital)*. Tale tasso rappresenta la media ponderata tra tasso sul capitale economico e tasso sul debito.

Il costo medio ponderato del capitale è calcolato applicando la seguente formula:

$$\mathbf{WACC = K_e \times W_e + K_d \times W_d \times (1-t)}$$

dove:

WACC = costo medio ponderato del capitale;

K_e = costo del capitale;

W_e = incidenza target dei mezzi propri sulla base degli obiettivi di leverage del management;

K_d = costo del debito finanziario;

W_d = incidenza target del debito finanziario;

t = aliquota fiscale.

Il costo del capitale economico rappresenta la remunerazione minima che un investitore finanziario razionale richiederebbe per impiegare i propri capitali nell'azienda oggetto della valutazione. Si tratta di un tasso *unlevered*, il che significa che viene determinato ipotizzando che l'azienda non abbia debiti finanziari.

Il costo del capitale economico è normalmente calcolato applicando la formula del *Capital Asset Pricing Model (CAPM)*:

$$K_e = R_f + \text{Beta} \times P$$

dove:

K_e = costo del capitale della Società;

R_f = tasso free risk;

Beta = coefficiente beta;

P = premio per il rischio di mercato stimato per il contesto italiano.

Il valore complessivo dell'azienda è quindi calcolato sommando al valore attualizzato dei flussi di cassa disponibili per il periodo di previsione, il *Terminal Value*, anch'esso attualizzato, stimato applicando la formula della rendita perpetua al flusso di cassa disponibile normalizzato dell'ultimo esercizio di previsione:

$$\text{Terminal Value} = \text{FCFnorm.} / (\text{WACC}-g)$$

dove:

FCFnorm. = flusso di cassa normalizzato

g = tasso di crescita dei flussi di cassa disponibili attesi.

Il valore del capitale economico si ottiene sottraendo al valore complessivo dell'azienda (chiamato anche Enterprise Value) il valore della Posizione Finanziaria Netta.

Metodi dei multipli di Borsa

Il riferimento preso per la determinazione del valore di una azienda o di una quota societaria è costituito dalle quotazioni di borsa di un campione di società quotate comparabili.

Gli indici (cosiddetti "multipli") più comunemente usati sia dal metodo dei multipli di borsa che dai metodi empirici sono i seguenti:

- prezzo/utile;
- prezzo/fatturato;
- prezzo/EBITDA;

- prezzo/EBIT;
- prezzo/cash flow;
- prezzo/patrimonio netto.

Va da sé che il metodo dei moltiplicatori può apparire eccessivamente semplicistico e carente dei requisiti di razionalità e dimostrabilità che dovrebbero caratterizzare le valutazioni; ciò non di meno, ove opportunamente applicato, appare per certi aspetti meno arbitrario e affetto dalle assunzioni necessariamente soggettive che caratterizzano altri metodi di valutazione,

Metodi empirici o di mercato

Trattasi dei metodi che si rifanno ad indici e coefficienti statistici emergenti dall'analisi di acquisizioni e/o fusioni di società avvenute nel mercato in epoca recente. Tali operazioni devono avere per oggetto società comparabili con la società valutata.

Va peraltro rilevato che il valore risultante dal metodo empirico sarebbe poco significativo qualora non sussistesse una reale comparabilità fra le imprese considerate. Il metodo empirico, inoltre, avrebbe scarsa rilevanza nel caso in cui non si disponesse di un numero sufficiente di transazioni a cui far riferimento e non vi fosse una assoluta trasparenza sul contenuto delle stesse.

Metodi reddituali

I metodi reddituali traggono spunto dalla valutazione della capacità reddituale dell'azienda o delle attività oggetto di valutazione. I presupposti teorici e lo sviluppo dell'analisi sono pertanto simili a quelli descritti per i metodi finanziari, ma il parametro di riferimento principale per le valutazioni non sarà rappresentato da un flusso di cassa, bensì da un flusso di reddito, influenzato dalle politiche di bilancio adottate.

Secondo il metodo reddituale, l'azienda ha valore in quanto capace di produrre reddito.

Il valore del capitale economico (W) viene dunque stimato, sul piano quantitativo, come funzione del reddito atteso (R).

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

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

$$W = R / i$$

dove:

W= Valore economico del capitale

R= Reddito medio atteso

i = tasso di attualizzazione del reddito.

Il reddito (R), rilevante ai fini dell'applicazione del metodo in questione, è quello prospettico - ossia idoneo a riflettere le condizioni di redditività attesa dell'azienda - medio - vale a dire che l'impresa è stabilmente in grado di produrre - normalizzato - ossia depurato delle componenti straordinarie non ripetibili e comunque estranee alla gestione, e, in ogni caso, determinato sulla base di soluzioni razionali e accettate dal punto di vista tecnico.

Nella configurazione del reddito (R) deve essere eliminata ogni componente negativa la cui appostazione sia dettata esclusivamente dall'esigenza di ridurre il reddito imponibile ai fini dell'imposizione diretta, ovvero dall'intento di attuare determinate politiche di bilancio.

Il reddito medio normale è calcolato, infatti, con riferimento a condizioni normali di svolgimento della gestione e, in particolare, a condizioni di indebitamento "regolari" e non eccezionali, in assenza di situazioni particolarmente favorevoli o sfavorevoli, e deriva da una ridistribuzione nel tempo dei componenti straordinari (plusvalenze e minusvalenze patrimoniali, rettifiche di costi e ricavi di precedenti esercizi, ecc.).

Il reddito, inoltre, deve essere determinato al netto degli oneri tributari che gravano eventualmente su di esso, e dei componenti figurativi diversi dalla remunerazione del capitale proprio e delle eventuali partecipazioni agli utili spettanti a terzi.

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

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

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

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

Il metodo reddituale, pur trovando un limite nell'aleatorietà delle stime sulle capacità reddituali dell'impresa, che non sono altrettanto riscontrabili quanto le verifiche di valore corrente dei cespiti che compongono il patrimonio sociale, è indispensabile ad integrazione e confronto di stime effettuate con altri metodi, che spesso attribuiscono, ingiustificatamente, maggior rilievo al capitale investito piuttosto che alle capacità reddituali future di quel medesimo capitale. Le predette stime appaiono spesso non soddisfacenti e devono essere comunque verificate con altre metodologie, tra le quali anche il metodo reddituale "puro".

Quando ragioni di prudenza lo consigliano, anche al fine di limitare l'imprevedibilità dei risultati reddituali futuri, soprattutto se proiettati oltre un lasso ragionevole, il valore economico aziendale può essere determinato per attualizzazione di un numero limitato (n) di anni, secondo la seguente formulazione:

$$W = \sum R_n (1+i)^{-n}$$

dove:

W= Valore economico del capitale

R_n= Reddito medio atteso nell'anno n

n = anno

i = tasso di attualizzazione del reddito.

Metodi patrimoniali

Trattasi dei metodi che definiscono la stima come il risultato di una valutazione a "valore di mercato" o "valore corrente" di tutte le attività aziendali (materiali ed immateriali) debitamente diminuite di tutte le passività. Tali metodi implicano un processo di attualizzazione di tutti i valori monetari significativi, non scaduti al momento del calcolo.

Per i beni considerati nel processo, siano essi materiali o immateriali, il cosiddetto "valore di mercato" o "valore corrente" corrisponde al valore di sostituzione o di ricostruzione nello stato d'uso.

Tali metodi garantiscono una valida indicazione della solidità patrimoniale dell'azienda, ma hanno il limite di trascurare spesso gli aspetti finanziari e reddituali della gestione futura, non tenendo in considerazione l'avviamento aziendale.

Con specifico riferimento ai componenti attivi, il processo valutativo può fare riferimento esclusivamente ai beni materiali ed agli oneri ad utilità pluriennale che risultano dalla situazione contabile della società o, viceversa, tenere anche conto di quei beni immateriali spesso non contabilizzati, tra i quali si possono ricomprendere i marchi, i brevetti, il know-how, l'immagine aziendale, nonché il fattore "risorse umane" di cui l'azienda dispone.

Questi due differenti approcci valutativi caratterizzano, rispettivamente, il metodo patrimoniale semplice ed il metodo patrimoniale complesso.

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

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

Il valore dell'azienda o della quota societaria (W) viene determinato in base alla formula:

$$W = K$$

dove:

W= Valore economico del capitale

K= Capitale netto rettificato.

Nella valutazione con il metodo patrimoniale complesso, oltre ad adottare i criteri applicabili al metodo semplice, si dovrà procedere ad una valorizzazione dei beni immateriali.

Nell'ambito del metodo si possono generalmente distinguere i casi in cui si procede ad un'analitica valorizzazione dei singoli beni immateriali (approccio del costo), ovvero a una determinazione forfetizzata ed empirica del complessivo valore attribuibile alle componenti immateriali dell'azienda. Tale metodo si basa su modelli (per esempio: di attualizzazione dei risultati differenziali, del costo della perdita, dell'approccio di mercato) costruiti analizzando o una serie di precedenti negoziazioni aventi per oggetto complessi aziendali con caratteristiche simili, o un'attualizzazione di differenziali rispetto ad altre situazioni concorrenziali simili o

ancora un valore derivante dalla cessione in uso a terzi dei beni immateriali, al fine così di identificare il valore delle componenti immateriali aziendali in una relazione, per esempio proporzionale, rispetto a talune grandezze di riferimento.

I citati metodi hanno il difetto di considerare il complesso aziendale come un semplice aggregato di beni, trascurando il collegamento funzionale che invece li lega tra loro.

Il valore dell'azienda o della quota societaria (W) viene determinato in base alla formula:

$$W = K + I$$

dove:

W= Valore economico del capitale

K= Capitale netto rettificato

I = Valore elementi immateriali

Le predette stime appaiono spesso non soddisfacenti e devono essere comunque verificate con altre metodologie, tra le quali anche il metodo reddituale "puro".

Metodi misti

Dall'unione dei metodi patrimoniale e reddituale scaturisce il metodo misto, secondo il quale il valore dell'azienda o della quota societaria è la somma della consistenza patrimoniale, riportata a valore corrente, e della capacità reddituale propria del complesso aziendale.

La stima sarà idonea, pertanto, a riflettere gli elementi di obiettività e verificabilità propri dell'analisi patrimoniale (valutazione dell'attivo, ivi compresi i beni ed i diritti, al netto dei capitali dei terzi investiti in azienda), senza tuttavia trascurare le attese reddituali, concettualmente più rappresentative del valore economico dell'azienda. Il metodo prevede, in concreto, la determinazione del valore del patrimonio netto della società, mediante la verifica della consistenza delle attività investite in azienda, al netto delle corrispondenti passività, a cui si aggiunge l'avviamento, che rettificcherà in aumento (goodwill) o in diminuzione (badwill), il predetto valore patrimoniale.

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

9 SCELTA DEL METODO DI VALUTAZIONE E LA STIMA

Ai fini delle valutazioni svolte, la sottoscritta sulla base della documentazione esaminata, in particolare dei dati pubblici acquisiti, ha proceduto a stimare il valore dell'equity della Società utilizzando il metodo misto patrimoniale-reddituale; il risultato ottenuto in applicazione di tale metodo è stato successivamente comparato con le risultanze ottenute applicando un metodo empirico.

Dal momento che l'oggetto della presente stima sono le azioni rappresentative del 6,01% del capitale sociale di INTERPORTO ROVIGO S.P.A., la scrivente ha stimato *in primis* il valore complessivo dell'azienda della partecipata, successivamente ha rapportato detto valore alla quota di capitale detenuta dal [REDACTED] e applicato uno sconto di minoranza.

Metodo misto patrimoniale-reddituale

Con l'applicazione del metodo misto patrimoniale reddituale applicato, il valore dell'azienda target - dal quale poi ricavare il valore delle quote societarie - viene così determinato:

$$W = K + EV$$

W = valore aziendale;

K = patrimonio netto rettificato;

EV = il valore economico dell'azienda target per la determinazione del valore della quota.

K – Patrimonio netto rettificato

Posto che INTERPORTO ROVIGO S.P.A. non appare una società sottoposta a particolari rischi e che non vi sono elementi che dovrebbero condizionare in modo rilevante la partecipazione in esame, si è assunto quale valore di K quello del patrimonio netto al 31.12.2023, senza apportare alcuna rettifica, in quanto dai documenti esaminati non sono emersi elementi valutativi in tal senso.

K assume pertanto il seguente valore:

$$K = 8.214.390$$

EV – valore economico dell'azienda

Al fine del calcolo del valore economico dell'azienda target per la determinazione del valore della quota è stato utilizzato il seguente metodo:

- 1) determinazione del reddito medio normalizzato prospettico;

- 2) determinazione di opportuni tassi di capitalizzazione ed attualizzazione;
- 3) determinazione del valore del capitale economico.

EV può essere determinato dalla seguente funzione:

$$EV = \sum R_n (1+i)^{-n}$$

dove:

EV = Valore economico dell'azienda target per la determinazione del valore della quota

Rn= Reddito medio atteso nell'anno n

n = anno

i = tasso di attualizzazione del reddito

Quanto al reddito medio normalizzato prospettico, la scrivente ha individuato il valore medio dell'EBITDA conseguito negli ultimi tre esercizi (2021,2022,2023).

ANNO	RICAVI	EBITDA
2023	3.039.770,00	1.889.377,00
2022	2.991.790,00	1.622.643,00
2021	1.355.526,00	982.620,00
MEDIA 2021/2023	2.462.362,00	1.498.213,33

Sulla base dell'EBITDA medio calcolato su valori storici, è stato stimato il reddito medio per le successive annualità 2024, 2025 e 2026 attraverso la determinazione del tasso di attualizzazione e capitalizzazione secondo il modello CAPM (Capital Asset Pricing Model) basato sulla seguente formula:

$$i = R_f + \beta \times (R_m - R_f)$$

dove:

i = tasso di attualizzazione del reddito

R_f = risk free rate (tasso privo di rischio)

(R_m - R_f) = risk premium (premio per il rischio)

β = beta (coefficiente di rischiosità sistemica, non diversificabile)

Il tasso di remunerazione privo di rischio (R_f) è stato identificato con il rendimento lordo annuale desunto dai risultati, resi pubblici dal Ministero delle Finanze, relativi all'asta dei BTP 10 anni del 29-30 aprile 2024, pari al 3,86% annuo.

Il coefficiente di rischiosità sistemica (β) e il premio di rischio (R_m - R_f) sono stati desunti dai dati forniti dal prof. A. Damodaran in relazione al settore di riferimento (*trucking*) e all'area in cui la

Società opera (Italia), aggiornati al gennaio 2024, pari rispettivamente a 1,00 (β - *unlevered*) e 7,16% ($R_m - R_f$).

$$i = 11,02\%$$

In un arco temporale di 3 anni (2024-2026) il valore economico dell'azienda può essere quindi così determinato:

$$\mathbf{EV = 3.659.933}$$

Pertanto, il valore complessivo dell'azienda può essere così determinato:

$$\mathbf{W = K + EV = 8.214.390 + 3.659.933 = 11.874.323}$$

Il [REDACTED] detiene n. 234.318 azioni pari al 6,01% del capitale sociale, ne consegue che il relativo valore viene così quantificato:

$$\mathbf{VALORE\ n.\ 234.318\ AZIONI = 11.874.322 * 6,01\% = 713.647}$$

Sconto di minoranza

La scrivente ritiene opportuno applicare uno sconto di minoranza del 30% al valore delle azioni detenute dal [REDACTED] ciò in quanto lo sconto permette di riflettere nel valore delle azioni la mancanza del potere di controllo, anche in relazione alla mancata distribuzione di utili quantomeno dall'esercizio 2017. Il [REDACTED] risulta infatti detenere solo il 6,01% e con ciò è evidente che non svolge alcuna attività di controllo sulla società e neppure è nelle condizioni di esercitare particolari rapporti di collaborazione con gli altri soci e non risulta abbia in essere patti parasociali con questi.

$$\mathbf{VALORE\ n.\ 234.318\ AZIONI\ con\ sconto\ di\ minoranza = 713.647 - (713.647 * 30\%) = 499.553}$$

* * *

Metodo empirico di controllo

Con l'applicazione di questo metodo, la scrivente ha inteso valorizzare il valore economico dell'azienda target (W) sulla scorta della seguente formula:

$$\mathbf{W = EV - PFN}$$

dove:

PFN = posizione finanziaria netta

*EV = EBITDA * Z*

Z = multiplo EV/EBITDA sulla campionatura di Interporti selezionati.

Determinazione dell'Enterprise Value (EV)

L'Enterprise Value (EV) è stato calcolato moltiplicando l'EBITDA medio storico degli ultimi 3 anni ponderato per un moltiplicatore di mercato (EV/EBITDA).

Quanto al Ebitda, la scrivente ha individuato il valore medio dell'EBITDA degli ultimi tre anni (2021,2022,2023).

ANNO	RICAVI	EBITDA
2023	3.039.770,00	1.889.377,00
2022	2.991.790,00	1.622.643,00
2021	1.355.526,00	982.620,00
MEDIA 2021/2023	2.462.362,00	1.498.213,33

Al fine di individuare il multiplo EV/EBITDA, la scrivente ha esaminato le caratteristiche logistiche di diversi interporti, selezionando un campione significativo in relazione alle seguenti caratteristiche strutturali¹:

- Superficie fondiaria inferiore a 500.000
- Superficie magazzini inferiore a 100.000
- Parcheggi inferiore a 100.000
- Operatori insediati inferiori a 100

Nonché, considerata la vicinanza geografica, sono stati inclusi nel campione anche gli interporti di Bologna e di Padova.

Gli interporti inclusi nel campione risultano quindi i seguenti:

Sono stati esclusi dal campione gli interporti che negli ultimi anni sono stati interessati da operazioni di ristrutturazione dei debiti o con patrimonio netto e valore delle immobilizzazioni sproporzionati rispetto all'Interporto di Rovigo.

¹ Fonte: <https://dati.mit.gov.it/catalog/dataset/interporti/resource/aa1ef83b-a3dc-4276-993e-afb395878d87>

La scrivente ha quindi estratto i bilanci 2022 e 2021 delle società incluse nel campione, determinando per ciascuna annualità il rapporto tra l'Enterprise Value (EV) quale Capitale Investito Netto – ovvero la somma dei seguenti valori: Immobilizzazioni (+) Capitale circolante netto (-) Fondi -, e l'EBITDA.

La scrivente ha quindi determinato il valore medio del predetto rapporto:

$$\text{EV/EBITDA di settore} = 11,69$$

Tale multiplo sopra risultante appare coerente anche con le rilevazioni medie dei settori del settore *trasportation, transportation (railroads) e trucking* estratte dalla banca dati "Damodaran" e rilevate per la zona del Western Europe, che riportano un multiplo medio pari a 12,36 al 05.01.2023 e 10,96 al 05.01.2024.

Moltiplicando quindi l'EBITDA medio ponderato per il multiplo di settore, come sopra individuato, si ottiene il seguente Enterprise Value:

EBITDA	Z	EV
1.498.213	11,69	17.506.877

Determinazione della Posizione finanziaria netta

La scrivente ha provveduto alla determinazione della posizione finanziaria netta dell'Interporto di Rovigo al 31.12.2023 come segue:

PFN Int. RO	2023
Disponibilità liquide	627.021
Debiti finanziari	6.356.926
PFN	- 5.729.905

Sommando l'Enterprise Value alla Posizione finanziaria netta si ottiene il valore dell'azienda come segue:

EV	PFN	E
17.506.877	-	5.729.905
		11.776.972

Il [REDACTED] detiene n. 234.318 azioni pari al 6,01% del capitale sociale, pertanto il relativo valore viene così quantificato

$$\text{VALORE n. 234.318 AZIONI} = 11.776.972 * 6,01\% = \mathbf{707.796}$$

Il risultato ottenuto mediante l'applicazione del metodo empirico di controllo non si discosta in misura significativa dalla valutazione effettuata con il metodo misto reddituale-patrimoniale, confermando così l'attendibilità della stima eseguita.

10 CONCLUSIONI

Visto quanto sopra esposto e considerate le assunzioni e i *disclaimer* sopra riportati, la scrivente ritiene che il pacchetto azionario composto di **n. 234.318 azioni corrispondenti al 6,01% del capitale sociale di INTERPORTO ROVIGO S.P.A.** detenute dal [REDACTED] possa assumere un valore complessivo arrotondato ad **EURO 500.000,00** quindi pari ad Euro 2,13 (valore arrotondato) per ciascuna azione.

Dolo, 6 giugno 2024

Dott.ssa Stefania Martignon