Allegato "A" all'atto 11
in data 27-4-2011
n. 61865/9820 rep.

# RELAZIONE PERITALE DI STIMA AI SENSI DEL PRIMO COMMA DELL'ART. 2465 C.C. DEL VALORE DI CONFERIMENTO DELLA QUOTA TOTALITARIA COSTITUENTE IL CAPITALE SOCIALE DI LeNORD SRL

## 1. PREMESSA

Il Consiglio di Amministrazione di FNM Spa, nella riunione del 10 marzo 2011, ha deliberato di conferire, ai sensi del primo comma dell'art. 2465 c.c., la quota totalitaria costituente il capitale sociale di LeNORD Srl alla partecipata Trenitalia-LeNORD Srl e ha nominato lo scrivente per la redazione della Relazione giurata di stima del valore di conferimento richiesta dalla citata norma.

Per l'espletamento dell'incarico ricevuto, in ottemperanza al disposto del primo comma dell'art. 2465 c.c., lo scrivente ha descritto l'oggetto del conferimento, ha indicato i criteri di valutazione adottati e ha attestato che il valore assegnato all'oggetto del conferimento è almeno pari a quello ad esso attribuibile ai fini della determinazione del valore nominale dell'aumento del capitale sociale della Società conferitaria (a servizio del conferimento) e dell'eventuale sovrapprezzo.

In relazione a quanto precede e allo specifico ristretto ambito normativo in cui è richiesta ed elaborata la presente perizia, lo scrivente dichiara che essa ha l'esclusivo scopo di fornire il valore di conferimento dell'oggetto del conferimento stesso, ai sensi e per gli effetti del primo comma dell'art. 2465 c.c.: conseguentemente nessun valore totale o parziale dell'oggetto del conferimento potrà essere utilizzato in altra sede per differenti finalità.

12

## 2. L'OPERAZIONE DI CONFERIMENTO

### 2.1 L'operazione di conferimento

Come si apprende da fonti aziendali "*Ferrovie Nord Milano (attuale FNM) nasce nel 1877 per costruire e gestire linee ferroviarie in territorio lombardo. La rete ferroviaria si sviluppa nel Nord-Ovest della Lombardia, collegando Milano con Novara, Varese, Laveno, Como ed Erba-Asso. Nel 1985, in seguito alla trasformazione della società in una holding e all'ingresso della Regione Lombardia nel capitale sociale delle Ferrovie Nord, viene creata Ferrovie Nord Milano Esercizio, la società operativa controllata per la gestione dell'attività ferroviaria. Nel 1993 viene acquisita la gestione della linea Brescia-Iseo-Edolo, mentre nel maggio 1999 inizia il servizio Malpensa Express, con l'attivazione del collegamento tra Milano e l'aeroporto di Malpensa. Nel 2004, in coerenza al principio della separazione tra rete e servizio ferroviario, vengono create due aziende distinte: a Ferrovie Nord Milano Esercizio rimane la gestione della rete, mentre alla neonata Ferrovie Nord Milano Trasporti l'attività di trasporto passeggeri. La riorganizzazione dell'assetto societario è proseguita nello stesso anno con la creazione di Ferrovie Nord Cargo (ora NORDCARGO), l'azienda per il trasporto merci. Dal 12 dicembre 2004, con l'introduzione delle linee S, la produzione di Ferrovie Nord Milano Trasporti è cresciuta di 600 mila treni/km annui, pari a 106 treni al giorno in più, per un totale di oltre 8,3 milioni treni/km l'anno. Il 29 aprile 2006, con l'adozione di una nuova corporate identity per le società del Gruppo FNM, Ferrovie Nord Milano Trasporti cambia la propria ragione sociale in LeNORD. Contestualmente, Ferrovie Nord Milano Esercizio diventa FERROVIENORD. Il 9 settembre 2007 viene attivato il quadruplicamento dei binari tra Cadorna e Bovisa, la tratta urbana della rete*

*FERROVIENORD dove convergono le linee da e per Saronno, Como, Asso, Varese-Laveno, Novara e Malpensa. Il quadruplicamento, la cui realizzazione ha richiesto nove anni di lavori, è stato uno degli interventi infrastrutturali più rilevanti per il trasporto pubblico locale in Lombardia. Il 4 agosto 2009 viene costituita la società Trenitalia - LeNORD, partecipata pariteticamente da FNM e Trenitalia, per la gestione unitaria del trasporto ferroviario regionale in Lombardia. La costituzione della società fa seguito al Protocollo d'Intesa tra Governo Italiano e Regione Lombardia per il miglioramento e il potenziamento del servizio ferroviario regionale e realizza, in Lombardia, un "esperimento" di razionalizzazione e ottimizzazione del servizio di Tpl assolutamente nuovo per il nostro Paese. Dopo la fase sperimentale - attualmente in corso - l'affitto dei rispettivi rami d'azienda a favore della nuova società si potrà trasformare in "conferimento" e la società potrà diventare titolare dei due Contratti di Servizio che oggi regolamentano il trasporto pubblico locale su ferro".*

**2.2 Descrizione dell'oggetto del conferimento**

LeNORD Srl, controllata al 100% da FNM Spa, gestisce servizi di trasporto ferroviario regionale e suburbano, nonché Malpensa Express, collegamento ferroviario fra il capoluogo lombardo e l'aeroporto intercontinentale di Malpensa, per un totale di 800 treni al giorno e oltre 53 milioni di passeggeri l'anno.

Nel 2009 è stata costituita Trenitalia – LeNORD Srl per la gestione unitaria del trasporto ferroviario regionale in Lombardia. È attualmente in corso una fase sperimentale che prevede l'affitto dei rispettivi rami d'azienda, al termine della quale si realizzerà il presente conferimento a favore della Società.

Come indica l'art. 3 del vigente Statuto sociale di LeNORD Srl, "*La Società ha per oggetto, secondo quanto consentito dalla legge e da ogni disposizione tempo per tempo comunque applicabile, nonché previo rilascio di ogni opportuna licenza, autorizzazione e/o concessione:*

*- l'esercizio del trasporto ferroviario ed automobilistico;*

*- il noleggio di autobus.*

*La Società può compiere tutte le operazioni commerciali, immobiliari e finanziarie che saranno ritenute utili dall'organo amministrativo per il conseguimento dell'oggetto sociale, con esclusione di attività finanziarie nei confronti del pubblico*".

In particolare, dal 15 novembre 2009 LeNORD Srl:

- non svolge più direttamente l'attività di trasporto pubblico locale, avendo affittato con pari decorrenza il proprio ramo d'azienda dedito a tale servizio alla consociata Trenitalia - LeNORD Srl. La durata del contratto di affitto, inizialmente stabilita in undici mesi a decorrere dal 15 novembre 2009 (con cessazione fissata pertanto in data 15 ottobre 2010), è stata prorogata al 31 dicembre 2010, con scrittura privata sottoscritta dalle parti in data 13 ottobre 2010, e, successivamente a tutto il 31 marzo 2011, con una nuova pattuizione tra le parti siglata il 28 dicembre 2010. Infine, l'Assemblea del 28 marzo 2011 ha deliberato di "*autorizzare LeNORD Srl ex articolo 19 dello Statuto sociale alla proroga del contratto di affitto del ramo d'azienda relativo al TPL Lombardia a favore della società Trenitalia-LeNORD Srl sino alla data di efficacia della fusione … e comunque non oltre il 31 luglio 2011*";
- ha in corso un contratto di fornitura di servizi avviato nel 2009 con

15

Deutsche Bahn e Österreische Bundes Bahn riguardante la circolazione di treni a lunga percorrenza in servizio diurno tra la Germania, l'Austria e l'Italia attraverso il Brennero.

L'oggetto del presente conferimento è rappresentato dalla quota totalitaria costituente il capitale sociale di LeNORD Srl, pari a € 5.000.000,00. Le altre caratteristiche della quota da conferire/valutare sono le seguenti:

- categoria: in merito l'art. 8 del vigente Statuto sociale precisa che *"Le partecipazioni rappresentano una quota del capitale. Il valore nominale delle partecipazioni è pari al capitale sociale diviso per la quota rappresentata da ciascuna di esse. Le partecipazioni sociali sono liberamente divisibili e trasferibili"*;
- godimento: regolare, cioè 1° gennaio 2011;
- regime di circolazione: quota libere da vincoli, non soggetta a pegno, né garanzie.

Nell'ambito dell'operazione di conferimento che ha richiesto il presente intervento peritale il ruolo di società conferitaria è svolto da Trenitalia-LeNORD Srl, attualmente partecipata nella misura del 50% dalla Società conferente FNM Spa: quindi il presente conferimento presenta anche le caratteristiche di "operazione fra parti correlate" con la conseguenza che il suo corrispettivo (corrispondente alle risultanze della presente stima) dovrà essere dotato delle richieste condizioni di "congruità".

Come risulta dal vigente Statuto di Trenitalia-LeNORD Srl all'art. 3, *"La società ha per oggetto, secondo quanto consentito dalla legge e da ogni*

*disposizione tempo per tempo comunque applicabile, nonché previo rilascio di ogni opportuna licenza, autorizzazione e/o concessione, l'esercizio:*

*a) all'interno del territorio della Regione Lombardia ovvero nei diversi ambiti stabiliti dai relativi contratti di servizio: del trasporto pubblico locale ferroviario; del trasporto pubblico locale automobilistico esclusivamente al fine di assicurare servizi sostitutivi e/o integrativi del trasporto ferroviario;*

*b) all'interno del territorio della Regione Piemonte, del trasporto pubblico locale ferroviario affidato per mezzo dei contratti di servizio aggiudicati a seguito delle procedure di gara ad evidenza pubblica di cui alla delibera D.G.R. Piemonte n. 41-11759 del 13 luglio 2009, come integrata dalla D.R.G. n. 12-12387 del 26 ottobre 2009".*

A fronte del conferimento, la Società conferitaria Trenitalia-LeNORD Srl procederà all'aumento del capitale sociale emettendo una nuova quota destinata alla Società conferente FNM Spa, coerentemente con l'art. 7 del suo vigente Statuto che recita: "*I conferimenti dei soci possono avere ad oggetto ogni elemento patrimoniale consentito dalla legge, anche diverso dal denaro*".

Contestualmente al conferimento illustrato verrà effettuato un altro conferimento alla medesima Società conferitaria Trenitalia-LeNORD Srl da parte dell'altro socio, Trenitalia Spa, avente per oggetto il ramo aziendale denominato "Trenitalia – Direzione Regionale Lombardia": conseguentemente anche questa operazione presenta le caratteristiche di "operazione fra parti correlate" ed esige un omogeneo approccio metodologico-valutativo.

A seguito dei due conferimenti da parte di FNM Spa e di Trenitalia

Spa a Trenitalia-LeNORD Srl è prevista la fusione per incorporazione di LeNORD Srl in Trenitalia-LeNORD Srl. La complessa operazione è subordinata all'ottenimento delle necessarie autorizzazioni da parte dell'Autorità Garante della Concorrenza e del Mercato.

**2.3. Requisiti soggettivi del perito incaricato della valutazione**

In relazione alla forma giuridica della Società conferitaria (società a responsabilità limitata) la norma di riferimento è il citato art. 2465 c.c. che stabilisce, fra l'altro, la competenza degli Amministratori della Società conferente nella designazione del soggetto da incaricare per la redazione della Relazione peritale di stima del valore di conferimento, scegliendolo fra i Revisori legali.

Lo scrivente presenta le caratteristiche soggettive richieste dalla norma, in quanto risulta iscritto nel Registro dei Revisori Contabili istituito ai sensi del D. Lgs. 27 gennaio 1992, n. 88 e formato con Decreto del Ministro di Grazia e Giustizia il 12 aprile 1995, pubblicato sulla Gazzetta Ufficiale del 21 aprile 1995, n. 31-bis.

**2.4. Data di riferimento della valutazione**

La data di riferimento della presente valutazione è il 31 dicembre 2010. Essa risulta coerente con la normativa e con la prassi forense della circoscrizione del Tribunale di Milano e coincide con la data di riferimento della situazione patrimoniale della Società emittente la quota da valutare messa a disposizione dello scrivente.

**2.5. Documentazione di riferimento della valutazione**

Per lo svolgimento dell'incarico peritale è stata fornita allo scrivente la seguente documentazione contabile ed informativa:

18

- Statuto sociale vigente di LeNORD Srl;
- bilancio di LeNORD Srl per gli esercizi chiusi al 31 dicembre 2008, 2009 e 2010 con la connessa *Opinion* della Società di Revisione;
- dettagli analitici delle attività e passività patrimoniali riferiti al 31 dicembre 2010;
- verbale dell'assemblea del 28 marzo 2011 di LeNORD Srl che ha deliberato: i) l'approvazione del bilancio dell'esercizio chiuso al 31 dicembre 2010; ii) la *"distribuzione di dividendi a valere sulle riserve disponibili a tutto il 31.12.2010"*; iii) *"la proroga del contratto di affitto del ramo d'azienda relativo al TPL Lombardia alla società Trenitalia-LeNORD Srl"; iv)* la *"proposta di fusione per incorporazione della società LeNORD Srl in TLN Srl mediante approvazione del relativo progetto";*
- "Contratto di Servizio per il trasporto pubblico ferroviario di interesse regionale e locale tra Regione Lombardia - Direzione Generale Infrastrutture e Mobilità - e LeNORD Srl";
- "Perizia di stima ai sensi dell'art. 2343 cod. civ." redatta e asseverata il 10 ottobre 2003 relativa al: i) conferimento del ramo d'azienda delle FNME Spa relativo allo svolgimento dell'attività di trasporto pubblico locale nella società Ferrovie Nord Milano Trasporti Srl (FNMT ); ii) conferimento del ramo d'azienda delle FNME relativo allo svolgimento dell'attività di trasporto ferroviario di merci, nonché delle partecipazioni di controllo detenute nelle società Eurocombi Spa e Cargo Clay Srl, e nella società Cargo Nord Srl.;
- Perizie attestanti la congruità del canone di affitto del ramo d'azienda di LeNORD Srl esercente l'attività di trasporto pubblico locale

ferroviario, redatte e asseverate il 29/30 ottobre 2009;

- Statuto sociale vigente di Trenitalia-LeNORD Srl;
- bilancio di Trenitalia-LeNORD Srl per l'esercizio chiuso al 31 dicembre 2010.

In merito alla documentazione contabile ed informativa messa a disposizione, lo scrivente dichiara di aver proceduto alla sua utilizzazione così come essa è stata predisposta e fornita, sul fondamento del presupposto della sua completezza, correttezza e rispondenza al vero.

Lo scrivente ha altresì:

- acquisito documentazione informativa e statistica sul settore e sull'attività del servizio ferroviario locale inerente alla Società emittente la quota oggetto di conferimento e di valutazione;
- consultato il contenuto del sito *web www.lenord.it* rilevante ai fini della presente perizia;
- incontrato alcuni rappresentanti del *management* della Società conferente allo scopo di porre specifici quesiti in merito a singole poste contabili di natura patrimoniale e reddituale della Società emittente la quota oggetto di conferimento e di valutazione ed alla sua problematica gestionale;
- raccolto ed esaminato i più recenti e qualificati contributi scientifici e professionali in materia di valutazione d'azienda con particolare riguardo alle stime per conferimento.

## 3. CRITERI METODOLOGICI

### 3.1. I conferimenti di quote di società a responsabilità limitata

Il presente conferimento viene attuato nell'ambito normativo del

citato primo comma dell'art. 2465 c.c.. Si tratta della norma che riguarda la materia del conferimento dettata dal Legislatore nel contesto della disciplina delle società a responsabilità limitata. Essa ricalca, per quanto concerne gli aspetti procedurali e valutativi, la parallela norma in materia di conferimento dettata nell'ambito della disciplina delle società per azioni, cioè l'art. 2343 c.c..

In merito si osserva che, anche se la citata normativa si riferisce letteralmente al conferimento di *"beni in natura"*, è generalmente accettato che possano formare oggetto di conferimento anche le partecipazioni sociali, pure se formate da quote e perciò inerenti ad una società a responsabilità limitata, come nella fattispecie.

In effetti, la normativa vigente, non escludendo esplicitamente il conferimento di quote e di partecipazioni sociali, riflette la più ampia portata della Seconda Direttiva comunitaria e assoggetta a relazione di stima i conferimenti di tutti i beni diversi dal denaro.

Quando il bene oggetto di conferimento è costituito da quote sociali il problema metodologico è riconducibile al conferimento di azienda, in quanto è generalmente sostenuto dalla dottrina aziendalistica e dalla prassi professionale che le quote sociali configurino "beni di secondo grado" rispetto alla corrispondente società emittente, rappresentando il contenitore mobiliare che comprende l'azienda.

Ne consegue che le quote sociali, non solo possono essere oggetto di conferimento, ma la loro valutazione esige la preventiva stima della corrispondente società emittente, da elaborarsi secondo i principi che presiedono alle stime del valore aziendale nel suo complesso.

21

**3.2. La valutazione della quota sociale oggetto di conferimento: la scelta del criterio valutativo**

Per quanto riguarda il metodo valutativo da adottare per effettuare la stima del valore di conferimento della quota sociale in oggetto, si prende atto che la dottrina aziendalistica e la prassi professionale concordano nel ritenere che la scelta del criterio valutativo sia strettamente connessa con la finalità della valutazione.

Nello specifico caso del conferimento si rileva come questa operazione societaria configuri un'operazione vigilata sotto il profilo normativo, soprattutto nei suoi aspetti valutativi, oltre che informativi e di controllo. Recita infatti l'art. 2465, primo comma, c.c. che rappresenta la norma fondamentale in materia di conferimento quando l'operazione sia effettuata nei confronti di una società a responsabilità limitata: *"Chi conferisce beni in natura o crediti deve presentare la relazione giurata di un revisore legale o di una società di revisione legale iscritti nell'apposito registro. La relazione, che deve contenere la descrizione dei beni o crediti conferiti, l'indicazione dei criteri di valutazione adottati e l'attestazione che il loro valore è almeno pari a quello ad essi attribuito ai fini della determinazione del capitale sociale e dell'eventuale soprapprezzo, deve essere allegata all'atto costitutivo"*.

La particolare cautela seguita dal Legislatore nel disciplinare l'operazione di conferimento sotto il profilo valutativo discende dal complesso dei diritti che essa intende tutelare: in particolare, si tratta degli interessi dei creditori sociali della società conferitaria e dei futuri acquirenti le sue quote *"in modo che il conferimento in natura non venga valutato per un importo superiore a quello del suo effettivo valore"*.

22

In relazione alla tutela di tali diritti, la libertà di scelta del criterio valutativo in capo al perito valutatore è limitata, risolvendosi nella esigenza di evitare valutazioni troppo elevate (aspetto quantitativo) e valutazioni arbitrarie e sintetiche (aspetto soggettivo): i soci della società conferitaria e i soggetti che con essa intratterranno rapporti economici dovranno poter contare con certezza su una fondata dimensione del suo patrimonio sociale che svolge una funzione di garanzia nei loro confronti. E' per questo motivo che la Relazione peritale di conferimento termina generalmente con due attestazioni:

- la prima, di iniziativa del perito, riassume il risultato del suo lavoro e recita: *"Lo scrivente perito conclude affermando che il valore di conferimento di ...(il bene conferito) ... può stimarsi in misura almeno pari a Euro ..."*;
- la seconda, di iniziativa normativa, recita: *"Ai sensi e per gli effetti dell'art. 2465, primo comma, c.c., lo scrivente perito attesta che il valore attribuito a ... (il bene conferito) ... è almeno pari a quello ad esso attribuito ai fini della determinazione del valore nominale dell'aumento del capitale sociale e dell'eventuale sovrapprezzo"*.

Allo scopo di soddisfare l'aspetto quantitativo (rischio di eccessive valutazioni del bene conferito) e l'aspetto soggettivo (rischio di arbitrarietà nella stima) sopra richiamati, il criterio valutativo indicato dalla prassi professionale e dalla più diffusa dottrina aziendalistica (si veda L. Guatri *"Trattato sulla valutazione delle aziende"*, pag. 363) per determinare il valore di conferimento è il "criterio analitico-patrimoniale". In base a questa soluzione metodologica è possibile soddisfare

letteralmente il dettato normativo e limitare i rischi di sopra-valutazioni soggettive.

### 3.3. Il "criterio analitico – patrimoniale"

Il valore di conferimento di un'azienda (cioè il contenuto della Società emittente la quota da conferire/valutare), calcolato sulla base del "criterio analitico – patrimoniale", si ottiene mediante l'attribuzione del "valore corrente" a ciascun componente patrimoniale dell'azienda stessa: esso è identificato nel corrispondente *"fair value"*, cioè *"il corrispettivo al quale un'attività può essere scambiata, o una passività estinta, tra parti consapevoli e disponibili, in una transazione tra terzi indipendenti"*.

Sono diffuse in dottrina e nella prassi due differenti modalità applicative del "criterio analitico – patrimoniale". Nelle valutazioni per conferimento viene generalmente seguita la formulazione:

$$Wa_1 + Wa_2 + \dots + Wa_n - Wp_1 - Wp_2 - \dots Wp_n = W$$

dove:

$Wa_1 \dots a_n$ = "valore corrente" attribuito a ogni singola attività, materiale o immateriale, dell'azienda;

$Wp_1 \dots p_n$ = "valore corrente" attribuito a ogni singola passività o posta rettificativa delle attività dell'azienda;

$W$ = valore di conferimento dell'azienda formata dalle attività $a_1 \dots a_n$ e dalle passività $p_1 \dots p_n$;

piuttosto che la formulazione alternativa:

$$CNC + \Delta Wa - \Delta Wp = W$$

dove:

CNC = Capitale Netto Contabile dell'azienda;

24

$\triangle W$ = plusvalenza o minusvalenza delle singole attività (a) o passività (p) aziendali, calcolate in base al confronto fra il loro "valore corrente" e il corrispondente valore contabile;

W = valore di conferimento dell'azienda formata dalle attività $a_1 \dots a_n$ e dalle passività $p_1 \dots p_n$.

Ciò considerato, si tratta di determinare il "valore corrente" di ogni singola attività e passività patrimoniale dell'azienda contenuta nella Società emittente la quota da conferire. Esso può essere tratto da differenti fonti informative:

a) la situazione patrimoniale di conferimento dell'azienda alla data di riferimento dell'operazione, estratta dal relativo bilancio. Questa fonte informativa può essere utilizzata a condizione che i valori contabili presentino le caratteristiche del ricercato "valore corrente";

b) eventuali stime peritali aventi per oggetto singole attività/passività patrimoniali facenti parte dell'azienda. Questa fonte informativa può essere utilizzata a condizione che la stima sia stata elaborata in tempi prossimi al conferimento e in base a criteri valutativi coerenti con il ricercato "valore corrente";

c) eventuali stime autonomamente elaborate dal perito designato nel corso della valutazione di conferimento. Questa fonte informativa può essere utilizzata a condizione che la stima sia effettuata in base a criteri valutativi coerenti con il ricercato "valore corrente".

Con riguardo alle singole attività/passività patrimoniali che formano l'azienda contenuta nella Società emittente la quota da conferire (LeNORD Srl), il ricercato "valore corrente" è definito come segue:

25

A) <u>immobilizzazioni immateriali</u>: il "valore corrente" è individuato, coerentemente con le indicazioni metodologiche contenute nella Nota Integrativa dell'ultimo bilancio approvato di LeNORD Srl, nel "*costo di acquisto o di produzione inclusivo degli oneri accessori. Le immobilizzazioni immateriali vengono ammortizzate sistematicamente, con riferimento al periodo della loro prevista utilità futura*";

B) <u>immobilizzazioni materiali</u>: il "valore corrente" è individuato, coerentemente con le indicazioni metodologiche contenute nella Nota Integrativa dell'ultimo bilancio approvato di LeNORD Srl, nel "*costo di acquisto o di produzione al netto degli ammortamenti e delle svalutazioni*";

C) <u>immobilizzazioni finanziarie</u>: il "valore corrente" è individuato, coerentemente con le indicazioni metodologiche contenute nella Nota Integrativa dell'ultimo bilancio approvato di LeNORD Srl, nel "*valore nominale*" (trattandosi esclusivamente di crediti costituiti da titoli in deposito cauzionale);

D) <u>rimanenze</u>: il "valore corrente" è individuato, coerentemente con le indicazioni metodologiche contenute nella Nota Integrativa dell'ultimo bilancio approvato di LeNORD Srl, nel "*minore tra il costo di acquisto, comprensivo di eventuali oneri accessori, e il valore di mercato rappresentato dal costo di sostituzione. Il costo è stato determinato applicando il metodo del costo medio ponderato*". Le rimanenze di magazzino si riferiscono a combustibile utilizzato per la trazione di materiale rotabile. I componenti di rotabili facenti parte del magazzino affittato a Trenitalia-LeNORD Srl e concorrenti al valore del magazzino al 31 dicembre 2009, sono valutati "*al minore tra il costo di acquisto,*

*comprensivo di eventuali oneri accessori - applicando il metodo del costo medio ponderato - e il valore di mercato rappresentato dal costo di sostituzione, rettificati della stima dell'obsolescenza e lento rigiro determinata sulla base della attesa di rinnovo del parco rotabili e delle aspettative di utilizzo delle rimanenze continuative";*

E) crediti: il "valore corrente" è individuato, coerentemente con le indicazioni metodologiche contenute nella Nota Integrativa dell'ultimo bilancio approvato di LeNORD Srl, nel *"valore nominale che viene opportunamente rettificato per allinearlo a quello di presumibile realizzo"*. In merito si osserva che *"per effetto dell'affitto del magazzino TLN, il valore netto contabile del magazzino affittato l'1 gennaio 2010 a TLN è rilevato tra i "Crediti" al 31 dicembre 2010 al suo valore di iscrizione nel bilancio al 31 dicembre 2009 – determinato secondo il principio contabile "Rimanenze"; il credito risulterà esigibile a scadenza del contratto di affitto tramite una retrocessione alla Società da parte di TLN del magazzino in essere alla data di scadenza del contratto ed un conguaglio in denaro per il differenziale tra il valore del magazzino retrocesso e quello a cui il magazzino è stato affittato a TLN in data 1 gennaio 2010";*

F) disponibilità liquide: il "valore corrente" è individuato, coerentemente con le indicazioni metodologiche contenute nella Nota Integrativa dell'ultimo bilancio approvato di LeNORD Srl, nel *"valore nominale"*;

G) ratei e risconti: il "valore corrente" è individuato, coerentemente con le indicazioni metodologiche contenute nella Nota Integrativa dell'ultimo bilancio approvato di LeNORD Srl, *"secondo il criterio della competenza economico-temporale dei componenti reddituali e riguardano*

27

*quote di costi o ricavi comuni a due o più esercizi, l'entità dei quali varia in ragione del tempo";*

H) fondi rischi e oneri: il "valore corrente" è individuato, coerentemente con le indicazioni metodologiche contenute nella Nota Integrativa dell'ultimo bilancio approvato di LeNORD Srl, nella *"migliore stima possibile sulla base delle informazioni disponibili alla data del bilancio"* degli *"oneri che si stima di sostenere per far fronte a passività di esistenza certa o probabile dei quali tuttavia alla chiusura dell'esercizio non sono determinabili né l'ammontare né la data di sopravvenienza";*

I) debiti: il "valore corrente" è individuato, coerentemente con le indicazioni metodologiche contenute nella Nota Integrativa dell'ultimo bilancio approvato di LeNORD Srl, nel *"valore nominale";*

J) trattamento di fine rapporto del lavoro subordinato: il "valore corrente" è individuato, coerentemente con le indicazioni metodologiche contenute nella Nota Integrativa dell'ultimo bilancio approvato di LeNORD Srl, nel *"l'effettivo debito maturato verso i dipendenti in conformità di legge e dei contratti di lavoro vigenti"*. In merito si rileva che il trattamento di fine rapporto dei dipendenti trasferiti a Trenitalia-LeNORD Srl con il contratto di affitto del ramo d'azienda è rilevato tra i "Debiti" al valore dello stesso alla data di trasferimento.

**3.4. La "verifica reddituale"**

La più fondata dottrina aziendalistica (si veda L. Guatri, *Nuovo trattato sulla valutazione delle aziende*, Università Bocconi Editore, 2005, pag. 767 e seguenti) sostiene che le valutazioni per conferimento debbano prevedere, ad integrazione della stima patrimoniale (più sopra illustrata),

anche una "verifica reddituale" del risultato della stessa.

Ciò è perfettamente coerente con le ricordate esigenze del Legislatore in materia di conferimento, considerato che i soggetti tutelati nell'operazione – sotto il profilo valutativo - sono i creditori della società conferitaria, cioè della società che riceve il conferimento al valore peritato [la quale, in relazione al conferimento ricevuto e all'entità del valore ad esso attribuito, aumenta in misura corrispondente il proprio capitale sociale (integrato da eventuale sovrapprezzo), posto a presidio delle pretese garantiste dei creditori].

La "verifica reddituale" può essere effettuata secondo differenti modalità: una soluzione ampiamente collaudata e diffusa consiste nell'accertare se il valore patrimoniale attribuito al bene da conferire sia coerente e sostenibile nei confronti della corrispondente redditività attesa; un'altra soluzione è basata sull'accertamento che il valore del bene oggetto di conferimento, calcolato su basi reddituali, sia maggiore (o uguale) rispetto al valore calcolato su basi patrimoniali. In questo secondo caso la differenza (positiva o negativa) fra il valore reddituale ed il corrispondente valore patrimoniale rappresenta l'avviamento (rispettivamente, *"goodwill"* o *"badwill"*).

## 4. STIMA PERITALE DEL VALORE DI LeNORD SRL

### 4.1. Premessa

Sulla base della documentazione contabile ed informativa messa a disposizione lo scrivente procede alla valutazione della Società emittente la quota totalitaria da conferire tramite l'applicazione dei criteri metodologici più sopra dichiarati ed illustrati.

Lo sviluppo dei calcoli inerenti la valutazione viene effettuato in Euro (se non diversamente precisato) e riflette la sintesi applicativa dei criteri metodologici prescelti: i relativi fogli di lavoro, con l'analisi dei dati elementari, sono conservati dallo scrivente a disposizione delle parti interessate.

Di seguito è riportato lo stato patrimoniale al 31 dicembre 2010 di LeNORD Srl, documento contabile essenziale per lo sviluppo della presente stima valutativa avente per oggetto la quota totalitaria rappresentativa del capitale sociale di LeNORD Srl. In merito alla data di riferimento della situazione patrimoniale – coincidente con la data di riferimento della stima – si prende atto del suo fondamento, non solo per la coincidenza delle due date, ma anche perché ad esse corrisponde l'ultimo inventario fisico effettuato. Inoltre essa è confermata dalla certificazione del Revisore e dispone di tutti i dettagli di contabilità elementare, conservati presso la sede sociale. Assume rilevanza in questa ottica anche la dichiarazione contenuta nel bilancio sociale secondo la quale *"Il bilancio d'esercizio della Società al 31 dicembre 2010 è stato predisposto sul presupposto della continuità aziendale, tenendo in considerazione le prospettive di evoluzione della attività societaria connesse alla operazione di conferimento della Società in TLN e della sua successiva incorporazione in TLN, così come previsto dall'Accordo quadro sui conferimenti in favore di TLN e dal progetto di fusione per incorporazione della Società in TLN"*:

| | |
|---|---|
| avviamento | 7.500.000 |
| immobilizzazioni in corso e acconti | 757.749 |
| altre | 644.286 |

| | |
|---|---|
| **Immobilizzazioni Immateriali** | 8.902.035 |
| terreni e fabbricati | 160.797 |
| impianti e macchinario | 2.641.258 |
| attrezzature industriali e commerciali | 694.711 |
| altri beni | 537.915 |
| **Immobilizzazioni Materiali** | **4.034.681** |
| **Crediti verso altri** | **3.416** |
| **Rimanenze** | **154.400** |
| crediti verso clienti (entro 12 mesi - lordi) | 8.009.986 |
| (fondo svalutazione crediti) | (647.068) |
| crediti verso controllanti (entro 12 mesi) | 24.585.001 |
| crediti tributari (entro 12 mesi) | 1.667.052 |
| crediti per imposte anticipate (entro 12 mesi) | 474.872 |
| crediti per imposte anticipate (oltre 12 mesi) | 3.718.078 |
| crediti verso altri (entro 12 mesi – lordi) | 27.244.719 |
| **Crediti** | **65.052.640** |
| depositi bancari | 32.203 |
| denaro e valori in cassa | 6.830 |
| **Disponibilità liquide** | **39.033** |
| **Ratei e Risconti** | **387.823** |
| **TOTALE ATTIVITA'** | **78.574.028** |
| **Fondi per rischi e oneri** | **772.724** |
| **Trattamento fine rapporto del lavoro subordinato** | **1.238.152** |
| debiti verso fornitori (entro 12 mesi) | 6.983.933 |
| debiti verso controllanti (entro 12 mesi) | 692.930 |

31

| | |
|---|---|
| debiti tributari (entro 12 mesi) | 314.454 |
| debiti verso Istituti di previdenza e di sicurezza sociale (entro 12 mesi) | 138.242 |
| debiti verso altri (entro 12 mesi) | 24.442.072 |
| debiti verso altri (oltre 12 mesi) | 489.114 |
| **Debiti** | **33.060.745** |
| **TOTALE PASSIVITA'** | **35.071.621** |
| **PATRIMONIO NETTO** | **43.502.407** |
| **TOTALE A PAREGGIO** | **78.574.028** |

Si prende atto altresì che dal 15 novembre 2009 la Società non svolge più direttamente l'attività di trasporto pubblico locale in quanto il ramo d'azienda dedito a tale attività è stato affittato a Trenitalia-LeNORD Srl, in forza del citato contratto di affitto sottoscritto tra le parti in data 30 ottobre 2009, prorogato a tutto il 31 marzo 2011 e comunque non oltre il 31 luglio 2011. Il contratto di affitto ha individuato quali componenti del ramo d'azienda, oltre al Contratto di servizio per il periodo 2009 - 2014 sottoscritto con Regione Lombardia in data 13 novembre 2009, i seguenti elementi:

- il magazzino, nella consistenza alla data del 1 gennaio 2010;
- i rapporti di lavoro, in essere alla data di decorrenza dell'affitto di ramo d'azienda, con n° 1.301 dipendenti, di cui 57, dedicati alla gestione del sistema di sicurezza, rimangono transitoriamente in capo a LeNORD Srl, sino all'ottenimento da parte di Trenitalia-LeNORD Srl del Certificato di sicurezza;
- il fondo trattamento di fine rapporto, i debiti ed i crediti per la quota

di tredicesima e di quattordicesima maturata alla data di decorrenza del contratto di affitto di ramo d'azienda e il debito per ferie maturate e non godute a tale data, nonché per prestazioni accessorie (compensi variabili) riferiti a tale data.

**4.2. <u>Valutazione di LeNORD Srl in base al "criterio analitico - patrimoniale"</u>**

Con riferimento ai criteri valutativi indicati nel precedente paragrafo 3.3. si procede alla valutazione delle attività e delle passività patrimoniali di LeNORD Srl al 31 dicembre 2010, accertando il corrispondente "valore corrente" come segue:

- <u>immobilizzazioni immateriali</u>: questa voce risulta comprensiva di "immobilizzazioni in corso e acconti" (€ 757.749), "altre" (€ 644.286) e "avviamento" (€ 7.500.000). Mentre i primi due valori vengono confermati, in quanto il relativo "valore corrente" è stato accertato nel costo al netto di ammortamenti, decrementi e svalutazioni, il valore relativo all'avviamento viene stornato. Ciò risponde alla prassi valutativa in materia di conferimento e alla necessità del ricalcolo di una posta di avviamento come eventuale differenza fra la valutazione complessiva di LeNORD Srl che verrà più avanti effettuata in base al "criterio sintetico-reddituale" e il risultato della presente valutazione in base al "criterio analitico-patrimoniale". L'avviamento stornato traeva origine *"dalla differenza tra il valore delle attività e delle passività conferite e l'importo dell'aumento di capitale, comprensivo di sovrapprezzo, deliberato in data 24 dicembre 2003, liberato mediante il conferimento del ramo d'azienda "Divisione Trasporti" da FERROVIENORD S.p.A. a LeNORD S.r.l.";*

- immobilizzazioni materiali: questa voce risulta comprensiva di:
  - "terreni e fabbricati" (costruzioni leggere site presso le officine manutentive di Novate e Iseo) per € 160.797;
  - "impianti e macchinario" (impianti e macchinari delle officine manutentive di Novate e Iseo) per € 2.641.258;
  - "Attrezzature industriali e commerciali" per € 694.711;
  - "Altri beni" ("mobili e arredi" per € 418.876; "macchine ufficio" per € 127.039) per complessivi € 537.915.

Tutti i valori vengono confermati, in quanto il relativo "valore corrente" è stato accertato nel costo al netto di ammortamenti, decrementi e svalutazioni;

- crediti verso altri: si tratta di depositi cauzionali per l'importo di € 3.416 il cui "valore corrente" viene accertato nel corrispondente valore nominale;
- rimanenze: in merito la Nota Integrativa al Bilancio 2010 di LeNORD Srl precisa che: *"Come previsto nel contratto di affitto di ramo d'azienda sottoscritto con Trenitalia-LeNORD S.r.l., in data 1 gennaio 2010 le giacenze di magazzino relative a ricambi e materiali destinate alle attività manutentive di rotabili, per un valore complessivo pari a 15.162 migliaia di euro (esposto al netto del fondo svalutazione magazzino di 4.950 migliaia di euro determinato in funzione dei piani di rinnovo del parco rotabile affittato a TLN), sono state trasferite a Trenitalia – LeNORD S.r.l. e saranno restituite alla Società al termine del contratto di affitto stesso. Come indicato al paragrafo "Criteri di valutazione", il valore del magazzino affittato è rilevato alla voce "Crediti verso altri"; tale credito risulterà esigibile a scadenza del contratto di affitto*

*tramite una retrocessione alla Società da parte di TLN del magazzino in essere alla data di scadenza del contratto ed un conguaglio in denaro per il differenziale tra il valore del magazzino retrocesso e quello a cui il magazzino è stato affittato a TLN in data 1 gennaio 2010. Al 31 dicembre 2010 le rimanenze di materie prime si riferiscono al combustibile utilizzato per la trazione di materiale rotabile"* per l'importo di € 154.400. Si rinvia al commento/valutazione della successiva voce "crediti verso altri" per la determinazione del "valore corrente" delle Rimanenze;

- crediti: questa voce risulta comprensiva di:
  - "crediti verso clienti" entro 12 mesi, rilevati nella loro misura lorda, rettificata dalle "note di credito da emettere" e dal corrispondente "fondo svalutazione crediti", come segue:

| Cod. cliente | Cliente | Importo |
|---|---|---|
| 193 | S.E.A. Spa | 3.469,00 |
| 206 | Sanofi-Aventis | 1.956,50 |
| 384 | Sea Handling Spa | 5.188,50 |
| 389 | Provincia di Milano | 2.987,30 |
| 392 | Firema Trasporti Spa | 34.080,00 |
| 395 | Università Cattolica del Sacro Cuore | 15.738,50 |
| 424 | Asf Autolinee Srl | 11,14 |
| 538 | Ata Handling Spa | 2.168,00 |
| 562 | Azienda Trasporti Milanesi Spa | 720.537,32 |
| 569 | Ansaldobreda Spa | 83.098,62 |
| 585 | Edison Spa | 226,85 |
| 859 | Cesi Spa | 486,50 |

| | | |
|---|---|---|
| 861 | Cestec Spa | 304,50 |
| 864 | Meridiana Fly Spa | 8.456,88 |
| 865 | Cral Telecom | 23.886,00 |
| 868 | Tecnimont Spa | 322,50 |
| 870 | Università Degli Studi di Milano | 2.018,24 |
| 871 | Si Holding | 4.240,99 |
| 1021 | Omnia Logistica Spa | 713,59 |
| 1113 | Rai- Radiotelevisione Italiana Spa | 12.877,50 |
| 1120 | Alitalia Servizi Spa | 1.257,67 |
| 1153 | Trenitalia Spa | 5.346.725,85 |
| 1227 | Valditerra Lavori Ferroviari Spa | 4.313,09 |
| 1446 | Navigazione Lago d'Iseo | 229,66 |
| 1872 | Axa Assicurazioni Spa | 18.806,50 |
| 1887 | Max Harvest International Srl | 4.860,87 |
| 1890 | El- Al Israel Airlines Ltd | 872,00 |
| 2272 | Allianz Spa | 2.355,50 |
| 2389 | Sistemi Informativi Allianz Sepa | 368,01 |
| 2390 | Genialloyd Spa | 208,50 |
| 2391 | Allianz Global Investors Italia Spa | 552,50 |
| 2393 | Allianz Bank Financial Advisors Spa | 920,00 |
| 2395 | Asstra Service Srl | 10.907,11 |
| 2519 | Muoversi Srl | 16.896,52 |
| 2520 | Politecnico di Milano | 3.697,50 |
| 2521 | Viaggi del Ventaglio Spa | 280,50 |
| 2653 | Circolo Culturale Ricreativo | 3.457,00 |

36

| | | |
|---|---|---|
| 2808 | Corifer | 59.296,51 |
| 3506 | Lufthansa Ag | 220,00 |
| 3594 | Banca Akros | 486,50 |
| 3771 | Db Bahn Italia Srl | 1.923.601,82 |
| 40100 | Siemens Ag | 36.051,89 |
| 50067 | Sbb Ag | 3.376,81 |
| 61590 | Lorello Armando Davide | 2,00 |
| 62900 | Zanchin Fiorenza Maria | 30,00 |
| 87039 | Alitalia Spa | 6.079,35 |
| 87060 | Arpa - Sett. Amm. Del Personale | 498,00 |
| 87063 | Lucchini Spa | 401,50 |
| 87099 | Provincia di Milano | 11.949,20 |
| | **Crediti fatturati al 31/12/2010** | **8.381.470,79** |
| | **Note credito da emettere** | **( 371.484,52)** |
| | **Fondo svalutazione crediti** | **(647.068,19)** |
| | **Totale crediti verso clienti al 31/12/2010** | **7.362.918,08** |

- "crediti verso controllanti" entro 12 mesi per l'importo di € 24.585.001, rappresentativo del saldo del conto corrente di corrispondenza, integrato dagli interessi maturati, verso la capogruppo FNM Spa. Esso deve essere rettificato per l'importo di € 13.500.000 corrispondente alla distribuzione di riserve deliberata dall'Assemblea del 28 marzo 2011: residua l'importo di € 11.085.001;
- "crediti tributari" entro 12 mesi per € 1.667.052, relativi esclusivamente agli acconti IRAP;
- "crediti per imposte anticipate" entro 12 mesi per € 474.872;

37

- "crediti per imposte anticipate" oltre 12 mesi per € 3.718.078. Le due voci precedenti si compendiano come segue:

| Descrizione | Importo | Aliquota % | Entro 12 mesi | Oltre 12 mesi | Totale |
|---|---|---|---|---|---|
| Fondo svalutazione crediti | 647.069 | 27,50 | 177.944 | | 177.944 |
| Fondo svalutazione magazzino 2005/2006/2007 | 2.950.000 | 31,40 | | 926.300 | 926.300 |
| Fondo svalutazione magazzino 2008/2009 | 2.000.000 | 27,50 | | 550.000 | 550.000 |
| Ammortamento avviamento | 6.666.666 | 31,40 | | 2.093.333 | 2.093.333 |
| Fondo rischi | 772.724 | 27,50 | 212.500 | | 212.500 |
| Spese manutenzione 2006/2007 deducibili in esercizi successivi | 165.949 | 31,40 | 33.933 | 18.175 | 52.108 |
| Spese manutenzione 2008 deducibili in esercizi successivi | 231.473 | 27,50 | 21.218 | 42.437 | 63.655 |
| Spese manutenzione 2009 deducibili in esercizi successivi | 425.855 | 27,50 | 29.277 | 87.833 | 117.110 |
| Totale | 13.859.736 | | 474.872 | 3.718.078 | 4.192.950 |

- "crediti verso altri" entro 12 mesi, come segue:

| Descrizione | Importo (€/m.) |
|---|---|
| Verso consociate | 25.064 |
| Stazioni sociali | 1.714 |
| Enti previdenziali diversi | 149 |
| Regione Lombardia – contributo CCNL | 134 |
| Ministero delle Infrastrutture – contributo CCNL | 59 |
| Acconti a fornitori per prestazioni | 48 |
| Corrispondenti per trasporti cumulativi | 33 |
| Personale dipendente | 26 |
| Vari | 18 |
| **Totale** | **27.245** |

In particolare, la voce "crediti verso consociate" presenta il seguente dettaglio:

| Descrizione | Importo (€/m.) |
|---|---|
| Di natura finanziaria: Trenitalia-LeNORD Srl – ramo LeNORD | 15.761 |
| Di natura commerciale: Trenitalia-LeNORD Srl – ramo LeNORD | 9.102 |
| Di natura commerciale: FERROVIENORD Spa | 22 |
| Di natura commerciale: F.N.M.A. Spa | 11 |
| **Totale consociate Gruppo** | **24.896** |
| Di natura commerciale: Trenitalia-LeNORD Srl – ramo comune | 168 |
| **Totale** | **25.064** |

dove il credito "di natura finanziaria: Trenitalia-LeNORD Srl ramo

39

LeNORD" per €/m. 15.761 è, limitatamente a €/m. 15.162, la risultante di:

| Descrizione | Importo |
|---|---|
| Importo lordo magazzino affittato da LeNORD a TLN | 20.112.089,07 |
| Fondo svalutazione magazzino | (4.950.000,00) |
| Importo netto magazzino affittato da LeNORD a TLN | 15.162.089,07 |

In merito si osserva che il magazzino affittato si riferisce a materiale di manutenzione che, in generale, ha valore se persiste il cespite da mantenere: ciò spiega l'esistenza della posta rettificativa messa a presidio del rischio della venuta meno dei cespiti da mantenere. Nella presente sede peritale, tuttavia, deve essere elaborata la stima del valore al 31 dicembre 2010 (non nell'ottica della continuità aziendale secondo i principi di redazione del bilancio d'esercizio), data superata da quella in cui viene redatta la presente stima, quando si accerta oggettivamente che i presupposti per la svalutazione non si sono verificati: conseguentemente l'importo del Fondo in esame deve essere recuperato a valore aziendale.

In relazione alla natura, scadenza e identità delle controparti il "valore corrente" di tutti i crediti sopra elencati e descritti viene individuato nel corrispondente valore nominale, con le rettifiche sopra indicate;

- disponibilità liquide: in merito si rileva che *"il gruppo FNM gestisce le disponibilità liquide mediante il cash pooling: giornalmente i saldi creditori e debitori dei conti correnti bancari delle singole società vengono trasferiti sui conti correnti della capogruppo FNM S.p.A., che provvede contestualmente ad accreditare/addebitare il conto corrente di corrispondenza delle singole società*

*controllate. L'importo* (ndr. di € 31.270 il cui "valore corrente" viene identificato nel corrispondente valore nominale) *si riferisce al saldo del conto corrente postale e alle disponibilità liquide a disposizione dei diversi servizi*";

- ratei e risconti: come precisa la Nota Integrativa "*Il saldo è determinato principalmente da risconti attivi su costi riferiti alla massa vestiario (197 migliaia di euro) e costi di polizze assicurative di competenza del prossimo esercizio (191 migliaia di euro)*". Il ricercato "valore corrente" viene identificato nel corrispondente valore nominale di € 387.823;
- fondi per rischi e oneri: questa voce risulta comprensiva di "Rinnovo CCNL Autoferrotranvieri" per € 653.361 e "Franchigie RCT/O" per € 119.363. Nell''importo complessivo di € 772.724 viene accertato il "valore corrente" corrispondente al relativo valore nominale;
- trattamento di fine rapporto del lavoro subordinato: questa voce "*riflette l'indennità per trattamento di fine rapporto di lavoro maturata a tutto il 31 dicembre 2010 dai dipendenti in forza alla data di chiusura dell'esercizio. I decrementi contengono anche le quote di TFR destinate a fondi di previdenza complementare, nonché al fondo di Tesoreria istituito presso l'INPS*". Il ricercato "valore corrente" viene identificato nel corrispondente valore nominale di € 1.238.152. "*Il trattamento di fine rapporto dei dipendenti trasferiti a TLN con il contratto di affitto del ramo d'azienda è rilevato tra i "Debiti" al valore dello stesso alla data di trasferimento*";
- debiti: questa voce risulta comprensiva di:
  - debiti verso fornitori (entro 12 mesi) per € 6.983.933, così composti:

| Cod. fornitore | Fornitore | Importo |
|---|---|---|

| | | |
|---|---|---|
| 100004 | F.A.P.Srl | 840,00 |
| 100075 | Tramezzani Srl | 164,70 |
| 100096 | Forint Spa | 3.657,60 |
| 100219 | Associazione Pro Gavirate | 2.127,29 |
| 100418 | Cifi Collegio Ing.Ferrov.Ital. | 1.860,00 |
| 100439 | Elettrogal Snc di G.Bestetti & C | 538,80 |
| 100450 | Elfo Srl | 9.600,00 |
| 100515 | Sea Spa | 125,03 |
| 100596 | Rete Ferroviaria Italiana Spa | 2.931.594,51 |
| 100603 | Azienda Trasporti Milanesi Spa | 855.173,02 |
| 100824 | Arti Grafiche Colombo Sas di C.L. | 96,00 |
| 100889 | Sir Safety System Spa | 3.670,80 |
| 100953 | A.C.V. Srl | 293,97 |
| 101196 | Ferraioli & C. Srl | 698,40 |
| 101243 | Asf Autolinee Srl | 75,60 |
| 101697 | Tarenzi Spa | 211,20 |
| 101762 | Trenitalia Spa | 573.018,49 |
| 101819 | Arval Service Lease Italia Spa | 8.484,25 |
| 101959 | Ansaldobreda Spa | 196.894,15 |
| 101968 | Salus Medicazioni Snc | 1.248,00 |
| 102098 | Teleflex Telecomandi Srl | 1.070,40 |
| 102207 | Building Improving Srl | 4.800,00 |
| 102283 | Lyreco Italia Spa | 2.821,49 |
| 102460 | Virbar Srl | 200,00 |
| 102523 | Somec Tech Srl | 5.705,41 |

42

| | | |
|---|---|---|
| 102544 | Capecchi Srl | 3.024,00 |
| 102789 | Navigazione Lago d'Iseo Srl | 1.606,81 |
| 102836 | Tecno C Srl | 73.695,99 |
| 103045 | Errebian Spa | 312,48 |
| 103648 | Biondi Santi Spa | 518,40 |
| 103660 | Saira Europe Spa | 16.196,40 |
| 103661 | De Molli Giancarlo Industrie Spa | 1.440,00 |
| 103865 | Bettoni & C. Spa | 255.316,95 |
| 103944 | Edizioni Ambiente Srl | 420,00 |
| 104280 | Sial Impianti Srl | 4.621,84 |
| 104309 | Accor Hospitality Italia Srl | 5.406,00 |
| 104392 | Ventana Group - San Carlo Viaggi Srl | 30.902,23 |
| 104480 | Consorzio G.I.S.A. | 284.506,64 |
| 104558 | Rina Services Spa | 5.280,00 |
| 104722 | Hotel Schuster Sas | 2.743,58 |
| 104735 | Edenred Italia Srl | 23.362,81 |
| 104789 | Cisalpina Finanziaria Srl | 2.541,00 |
| 104813 | Ivrinetwork Spa | 67.332,44 |
| 104836 | Fcr Sas di Sartore F. e F.lli | 180,00 |
| 104941 | Alboccondivino Srl | 508,20 |
| 104966 | Saia Srl | 440,00 |
| 105015 | Testo Spa | 786,00 |
| 105016 | Unione Radio Taxi Verona Soc.Coop. | 220,00 |
| 105099 | Muoversi Srl | 185,12 |
| 200003 | Nordcargo Srl | 635.782,80 |

| | | |
|---|---|---|
| 300257 | Hotel Giardino Di Cominelli Cristin | 750,00 |
| 300396 | C.R. Ind. Mobili Uff. di Conti R. | 2.748,00 |
| 300425 | La Pineta di Pirilli Carmela | 4.799,30 |
| 300495 | Katik Services | 2.940,00 |
| 500150 | Miles & More International Gmbh | 7.500,00 |
| 600009 | Sbb Cargo Ag | 1.027,65 |
| 600024 | Gredelj D.O.O. | 35.800,00 |
| 800108 | Telecom Italia Spa | 2.613,60 |
| | **Debiti fatturati al 31/12/2010** | **6.080.477,35** |
| | **Debiti per fatture da ricevere al 31/12/2010** | **903.455,12** |
| | **Totale debiti verso fornitori al 31/12/2010** | **6.983.932,47** |

- debiti verso controllanti (entro 12 mesi) ovvero verso FNM Spa (di natura finanziaria, fiscale e commerciale) per € 692.930;
- debiti tributari (entro 12 mesi) per IRPEF dipendenti, IRPEF collaboratori e altri per € 314.454;
- debiti verso Istituti di previdenza e di sicurezza sociale (entro 12 mesi) per € 138.242;
- debiti verso altri (entro 12 mesi), ovvero verso consociate, personale, corrispondenti, enti interaziendali, Collegio Sindacale per emolumenti, assicurazioni per premi da regolare, altri, per € 24.442.072;
- debiti verso altri (oltre 12 mesi) per € 489.114.

In relazione alla natura, scadenza e identità delle controparti il "valore

corrente" di tutti i debiti sopra elencati e descritti viene individuato nel corrispondente valore nominale, complessivamente pari a € 33.060.745.

Sulla base di quanto precede può essere composta la seguente situazione patrimoniale di LeNORD Srl alla data di riferimento della stima che indica il ricercato valore di conferimento calcolato in base al "criterio analitico-patrimoniale":

| | |
|---|---|
| immobilizzazioni in corso e acconti | 757.749 |
| altre | 644.286 |
| **Immobilizzazioni Immateriali** | **1.402.035** |
| terreni e fabbricati | 160.797 |
| impianti e macchinario | 2.641.258 |
| attrezzature industriali e commerciali | 694.711 |
| altri beni | 537.915 |
| **Immobilizzazioni Materiali** | **4.034.681** |
| **Crediti verso altri** | **3.416** |
| **Rimanenze** | **154.400** |
| crediti verso clienti (entro 12 mesi - lordi) | 8.009.986 |
| (fondo svalutazione crediti) | (647.068) |
| crediti verso controllanti (entro 12 mesi) | 11.085.001 |
| crediti tributari (entro 12 mesi) | 1.667.052 |
| crediti per imposte anticipate (entro 12 mesi) | 474.872 |
| crediti per imposte anticipate (oltre 12 mesi) | 3.718.078 |
| crediti verso altri (entro 12 mesi - lordi) | 32.194.719 |
| **Crediti** | **56.502.640** |
| depositi bancari | 32.203 |

| | |
|---|---|
| denaro e valori in cassa | 6.830 |
| **Disponibilità liquide** | **39.033** |
| **Ratei e Risconti** | **387.823** |
| **TOTALE ATTIVITA'** | **62.524.028** |
| **Fondi per rischi e oneri** | **772.724** |
| **Trattamento fine rapporto lavoro subordinato** | **1.238.152** |
| debiti verso fornitori (entro 12 mesi) | 6.983.933 |
| debiti verso controllanti (entro 12 mesi) | 692.930 |
| debiti tributari (entro 12 mesi) | 314.454 |
| debiti verso Istituti di previdenza e di sicurezza sociale (entro 12 mesi) | 138.242 |
| debiti verso altri (entro 12 mesi) | 24.442.072 |
| debiti verso altri (oltre 12 mesi) | 489.114 |
| **Debiti** | **33.060.745** |
| **TOTALE PASSIVITA'** | **35.071.621** |
| **PATRIMONIO NETTO** | **27.452.407** |
| **TOTALE A PAREGGIO** | **62.524.028** |

**4.3. Valutazione di LeNORD Srl in base al "criterio sintetico-reddituale"**

Si procede ora alla valutazione di LeNORD Srl in base al "criterio sintetico-reddituale" che, nella presente sede peritale, ha la funzione di "metodo di controllo": ciò va inteso nel senso che il valore patrimoniale complessivo (patrimonio netto) precedentemente calcolato sulla base della stima analitica delle singole attività e passività patrimoniali potrà essere accolto nella presente stima per conferimento solo se uguale o inferiore al

risultato della stima reddituale che segue.

Per l'applicazione del "criterio sintetico-reddituale" sono state assunte le seguenti ipotesi:

- l'approccio valutativo e le fonti documentali riflettono la logica "*stand alone*", comune alle stime del valore di imprese destinate ad aggregarsi, come nella fattispecie;
- reddito da capitalizzare: è stato utilizzato il "risultato netto da Piano" relativo agli esercizi 2011, 2012, 2013 e 2014 (il 2011 limitatamente al periodo maggio/dicembre), mentre per gli esercizi successivi al 2014 è stato utilizzato il dato medio del periodo 2012/2014;
- tempo di capitalizzazione: è stato fatto riferimento al periodo quadriennale di esaurimento del "Contratto di servizio" in corso, integrato prudentemente dall'ipotesi di un solo rinnovo, pari a sei anni, con la conseguenza che il tempo di capitalizzazione del reddito si commisura complessivamente entro un arco temporale decennale;
- tasso di capitalizzazione: si riferisce al costo del capitale proprio/ *equity* (Ke) (considerata l'assenza di debiti finanziari) che è stato costruito ricorrendo al *Capital Asset Pricing Model* (*CAPM*). In tale ambito, il *Free Risk Rate* è stato identificato nel tasso di rendimento dei BTP decennali alla data di riferimento (fonte Supplemento al Bollettino della Banca d'Italia), pari al 4,6%; il *Risk Premium* è fornito dai principali *data-base* di mercato (*http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar*) nella misura del 5,4%; il Coefficiente Beta è stato costruito in base alle indicazioni tratte dalle società quotate *comparables*, limitando l'esame alle sole società europee (sia al fine di disporre di un più prossimo

scenario normativo/ gestionale, sia per prescindere dai numerosi casi giapponesi disponibili, recentemente inficiati dall'andamento abnorme del loro mercato di riferimento) come segue:

| Società quotata *comparable* | Coefficiente Beta | Price/Earning (P/E) |
|---|---|---|
| BVZ Holding | 0,27 | 11,45 |
| Firstgroup PLC | 0,86 | 8,67 |
| Go-Ahead Group PLC | 0,50 | 12,03 |
| National Express Group PLC | 0,77 | 21,67 |
| Stagecoach Group PLC | 0,72 | 10,59 |
| **Coefficiente Beta medio** | **0,624** | |
| **P/E medio** | | |
| **e Ke corrispondente** | | **12,88 → 7,76%** |

- *terminal value*: non viene considerato, sia in relazione al citato approccio prudenziale comune a tutte le valutazioni per conferimento, sia in considerazione della sua remota manifestazione.

La considerazione del Coefficiente Beta medio nel *CAPM* porterebbe alla formazione del seguente tasso:

Ke = 4,6% + (5,4% x 0,624) = 7,97%

che è sostanzialmente confermato dal reciproco del P/E sopra calcolato. Tuttavia nella fattispecie, considerata la portata locale del *business* gestito e la sua similarità alle *multi utility* gestite da entità territoriali locali – caratterizzate da Coefficienti Beta bassi – si ritiene corretto rettificare parzialmente (circa mezzo punto percentuale) in difetto il tasso ottenuto e commisurarlo al 7,25%.

Si dispone così di tutti i parametri necessari per la valutazione di

LeNORD Srl in base al "criterio sintetico-reddituale" come segue:

| LeNORD | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| Risultato Netto da Piano | 4.067 | 5.000 | 4.800 | 4.600 | 4.800 | 4.800 | 4.800 | 4.800 | 4.800 | 4.800 |
| Fattore di attualiz-zazione | 1 | 0,9324 | 0,8694 | 0,8106 | 0,7558 | 0,7047 | 0,6571 | 0,6127 | 0,5712 | 0,5326 |
| Risultato netto attua-lizzato | 4.067 | 4.662 | 4.173 | 3.729 | 3.628 | 3.383 | 3.154 | 2.941 | 2.742 | 2.557 |
| Valore reddituale | | | | | | | | | | 35.034 |

## 5. CONCLUSIONI

Sulla base della documentazione contabile ed informativa messa a disposizione lo scrivente ha proceduto alla valutazione di LeNORD Srl facendo ricorso a due differenti modalità valutative e pervenendo ai seguenti risultati:

- in base al "criterio analitico - patrimoniale" nel suo ruolo di "Metodo principale": €/m. 27.452;
- in base al "criterio sintetico - reddituale" nel suo ruolo di "Metodo di controllo": €/m. 35.034.

Dai risultati ottenuti dall'applicazione del "criterio sintetico-reddituale", al quale si è fatto ricorso come "metodo di controllo" della valutazione precedentemente effettuata tramite il "criterio analitico-patrimoniale", emerge che quest'ultima può essere accolta nell'ambito della stima per conferimento in atto, in quanto il relativo risultato si posiziona al di sotto del corrispondente risultato del "Metodo di

controllo".

A questo punto lo scrivente prende atto che – pur seguendo l'approccio prudenziale che caratterizza le stime per conferimento - la conferma del valore patrimoniale è avvenuta con ampio margine (€/m. 35.034 contro €/m. 27.452). Ciò induce – senza venir meno al citato approccio prudenziale, ma al fine di cogliere adeguatamente/ doverosamente le attese dal citato contestuale duplice conferimento, finalizzato a generare una società conferitaria efficiente e redditizia – a recepire nella stima, in tutto o in parte, l'eccesso di valore reddituale (rispetto al valore patrimoniale) emerso nella fase di controllo (assimilabile ad "avviamento").

Per procedere in questo senso e quantificare l'eventuale misura di valore incrementale (rispetto a quello patrimoniale) da recepire nella stima occorre tenere presente quanto segue:

- la produzione di LeNORD Srl si attesta attorno ai 10,0 milioni di treni/km (ipotesi di costanza nell'arco temporale dal 2011 al 2014), mentre la produzione del Ramo Trenitalia si attesta attorno ai 29,0 milioni di treni/km (ipotesi di costanza nell'arco temporale dal 2011 al 2014);
- i ricavi da traffico di LeNORD Srl si attestano attorno a circa 65 milioni nel 2011 sino a 71 milioni alla fine dell'arco-piano considerato, mentre i ricavi da traffico del Ramo Trenitalia si attestano attorno a circa 140 milioni nel 2011 sino a 150 milioni alla fine dell'arco-piano considerato;
- il raffronto (valori assoluti) a livello produzione del Ramo Trenitalia e di LeNORD Srl evidenzia un rapporto di circa 3 : 1; con riguardo agli

introiti da traffico il rapporto fra Ramo Trenitalia e LeNORD Srl è di circa 2 : 1. Si deduce che ai fini della copertura del totale dei costi operativi è più elevato il grado di dipendenza dalla contribuzione pubblica del Ramo Trenitalia rispetto a LeNORD Srl;

- il raffronto (valori unitari) evidenzia che:
  - LeNORD presenta un ricavo da traffico unitario pari a 6,5 €/treno/km nel 2011 sino ad arrivare a 7,1 €/treno/km nel 2014;
  - il Ramo Trenitalia presenta un ricavo da traffico unitario pari a 4,8 €/treno/km nel 2011 sino ad arrivare a 5,1 €/treno/km nel 2014;
  - la differenza in termini unitari fra LeNORD Srl e Ramo Trenitalia aumenta nell'arco temporale considerato da 1,7 €/treno/km del 2011 fino a 2,0 €/treno/km nel 2014.

In relazione a quanto precede, l'eccesso di valore reddituale (rispetto al valore patrimoniale) emerso nella fase di controllo può essere integralmente recepito nell'ambito della determinazione del valore di LeNORD Srl.

Pertanto lo scrivente conclude affermando che, nella fattispecie, il valore di conferimento della quota totalitaria che forma il capitale sociale di LeNORD Srl può stimarsi nella misura di €/m. 35.000, arrotondata rispetto a quella derivante dal seguente conteggio:

€/m. 27.452 + (€/m. 35.034 – €/m. 27.452)

€/m. 27.452 + €/m. 7.582 = € 35.034

Lo Scrivente – in relazione all'aumento del capitale sociale in natura che sarà deliberato da Trenitalia - LeNORD Srl, destinato ad essere liberato mediante il conferimento della partecipazione pari al 100% del

51

capitale sociale di LeNORD Srl - ai sensi dell'art. 2465, primo comma, c.c., attesta che, alla data del 31 dicembre 2010, il valore complessivo della partecipazione oggetto di conferimento è almeno pari a quello ad essa attribuito ai fini della determinazione del valore nominale dell'aumento del capitale sociale e dell'eventuale sovrapprezzo, purché il valore complessivo degli stessi non superi Euro 35.000.000.

In fede.

(Prof. Paolo Iovenitti)

Milano, 26 aprile 2011

5 2

N. 61863 di Repertorio

VERBALE DI ASSEVERAZIONE DI RELAZIONE PERITALE

REPUBBLICA ITALIANA

27 aprile 2011

Il giorno ventisette aprile duemilaundici alle ore 10 e 10.
In Milano, via Metastasio n. 5.
Avanti a me dottor Filippo Zabban, Notaio in Milano, iscritto presso il Collegio Notarile di Milano.
Personalmente comparso il professor:
- Paolo Maurizio Iovenitti, nato a Milano il giorno 8 novembre 1948, domiciliato a Milano, Via Melegari n. 2, codice fiscale VNT PMR 48S08 F205C,
della cui identità personale io notaio sono certo, il quale dichiara di volere asseverare con giuramento la relazione di stima *ex* articolo 2465 del Codice Civile, relativa all'intera partecipazione che

**"FNM S.P.A."**

con sede in Milano, piazzale Cadorna n. 14, capitale sociale Euro 130.000.000,00 (centotrentamilioni virgola zero zero) interamente versato, iscritta nel Registro delle imprese di Milano al numero di iscrizione e codice fiscale 00776140154, Repertorio Economico Amministrativo n. 28331
possiede nella società

"LeNORD S.r.l."

con unico socio, con sede in Milano, Piazzale Luigi Cadorna n. 14, capitale sociale Euro 5.000.000,00 (cinquemilioni virgola zero zero) interamente versato, iscritta nel Registro delle Imprese di Milano al numero di iscrizione e codice fiscale 04079900967, Repertorio Economico Amministrativo n. 1724076,
che sarà oggetto di conferimento a favore della società:

"Trenitalia-LeNORD S.r.l."

in forma abbreviata "TLN S.r.l.", con sede in Milano, piazzale Cadorna n. 14, capitale sociale Euro 6.120.000,00 (seimilionicentoventimila virgola zero zero) interamente versato, iscritta nel Registro delle Imprese di Milano, al numero di iscrizione e codice fiscale 06705490966, Repertorio Economico Amministrativo n. 1909555.
Il Comparente, da me Notaio ammonito ai sensi di legge, presta giuramento ripetendo la formula:
"Giuro di avere bene e fedelmente proceduto alle operazioni a me affidate e di non avere avuto altro scopo che quello di far conoscere al giudice la verità".
Di questo atto io Notaio ho dato lettura al Comparente, che lo approva e con me lo sottoscrive alle ore 10 e 15.

Scritto

con sistema elettronico da persona di mia fiducia e da me notaio completato a mano, consta il presente atto di un foglio ed occupa tre pagine sin qui.

Firmato Paolo Maurizio Iovenitti

Firmato Filippo Zabban

54

SPAZIO ANNULLATO