

55

Allegato "B" all'atto  
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 DEL RAMO  
D'AZIENDA DI TRENITALIA SPA DENOMINATO "TRENITALIA -  
DIREZIONE REGIONALE LOMBARDIA"**

**1. PREMESSA**

Il Consiglio di Amministrazione di Trenitalia Spa, nella riunione del 28 febbraio 2011, ha deliberato di conferire, ai sensi del primo comma dell'art. 2465 c.c., il ramo d'azienda denominato "Trenitalia - Direzione Regionale Lombardia" 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 i beni (costituenti il ramo d'azienda) da conferire, ha indicato i criteri di valutazione adottati e ha attestato che il valore assegnato ai beni (costituenti il ramo d'azienda) da conferire è almeno pari a quello 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 dei beni (costituenti il ramo d'azienda) da conferire, ai sensi e per gli effetti del primo comma dell'art. 2465 c.c.: conseguentemente nessun valore totale o parziale dei beni da conferire potrà essere utilizzato in altra

56

sede per differenti finalità.

## 2. L'OPERAZIONE DI CONFERIMENTO

### 2.1. L'operazione di conferimento

Il Consiglio di Amministrazione di Trenitalia Spa, nella riunione del 31 luglio 2009, aveva discusso il "Progetto di realizzazione Newco tra FNM S.p.A. e Trenitalia S.p.A. per la gestione integrata dei servizi regionali in Lombardia" argomentando come segue: "Con riferimento al progetto di creazione del nuovo operatore per la gestione unitaria ed integrata del trasporto pubblico locale ferroviario in Lombardia in joint venture societaria tra il Gruppo Ferrovie dello Stato e il Gruppo FNM, che vede coinvolte per i rispettivi Gruppi, Trenitalia e FNM, e a seguito della precedente informativa tenutasi nella seduta del 9 luglio u.s., si informa il Consiglio di Amministrazione circa l'ulteriore analisi e gli sviluppi relativi all'iniziativa.

Come si ricorderà, la strategia dell'operazione è giustificata dall'avvio di un processo di riorganizzazione ed ottimizzazione del servizio ferroviario in Lombardia attivato congiuntamente dal Gruppo Ferrovie dello Stato e dalla Regione Lombardia, attraverso la "regionalizzazione" del servizio stesso, che consenta una maggiore focalizzazione sulle risoluzioni delle problematiche a livello territoriale.

A tal fine è stato individuato un referente unico - la costituenda società partecipata congiuntamente e pariteticamente da FNM e Trenitalia - per la gestione unitaria e lo sviluppo del trasporto pubblico locale, nel più ampio quadro industriale ed imprenditoriale individuando un'ottica innovativa di servizio teso a migliorare la qualità del servizio ferroviario in Lombardia.

All'esito positivo di un approfondimento compiuto dalle strutture

57

*operative delle due società coinvolte che ha interessato sia il profilo strategico, che il profilo economico e legale di tale iniziativa, sono state individuate le modalità attuative dell'operazione nei termini di seguito illustrati:*

*a) utilizzo di una società di nuova costituzione nella veste di società a responsabilità limitata, pariteticamente partecipata da entrambe le società coinvolte nell'operazione;*

*b) una fase preliminare ("Fase di affitto dei rami di azienda"), consistente nell'affitto a favore della Newco dei rami di azienda di titolarità degli attuali operatori LeNord S.p.A. e Trenitalia/Direzione trasporto regionale Lombardia, dedicati allo svolgimento del servizio di trasporto pubblico locale in Lombardia;*

*c) una successiva fase ("Fase di conferimento a NewCo"), all'esito di ulteriori verifiche, avente ad oggetto il conferimento a favore di Newco dei predetti rami di azienda dedicati allo svolgimento del servizio di trasporto pubblico locale in Lombardia così da realizzare un'effettiva integrazione tra le due realtà operanti oggi in Lombardia".*

*Successivamente il Consiglio di Amministrazione di Trenitalia Spa, nella riunione del 5 agosto 2010, ha ripreso il "progetto TLN S.r.l.: impresa comune tra FNM S.p.A. e Trenitalia S.p.A. per la gestione integrata dei servizi regionali in Lombardia" sostenendo quanto segue: "Com'è noto, in data 4 agosto 2009 è stata costituita la società "Trenitalia - Le Nord S.r.l." (TLN), società partecipata pariteticamente da FNM e Trenitalia ed, in pari data, tra i predetti soci sono stati sottoscritti il Contratto Quadro e il Patto Parasociale relativo alla governance della società.*

*Facendo seguito alla precedente relazione con la quale venivano illustrate,*

58

nella seduta del 20 ottobre 2009, le caratteristiche e le distinte fasi dell'operazione, si informa codesto Consiglio di Amministrazione degli ulteriori sviluppi dell'iniziativa.

In data 30 ottobre 2009, LeNord (società controllata da FNM) e Trenitalia hanno concesso in affitto a TLN i rispettivi rami d'azienda dedicati allo svolgimento del servizio di trasporto pubblico locale in Lombardia e, in data 13 novembre 2009, hanno sottoscritto con la Regione Lombardia i Contratti di Servizio aventi ad oggetto l'affidamento della gestione del servizio di TPL ferroviario.

Il Contratto Quadro prevede che l'obbligo di procedere ai conferimenti dei predetti rami da parte dei soci sia subordinato alla verifica effettuata congiuntamente da Trenitalia e FNM (da svolgersi nel mese di Luglio 2010) circa il conseguimento di obiettivi di economicità della gestione di TLN e di qualità dei servizi ferroviari da essa resi, nonché al rilascio delle necessarie autorizzazioni da parte dell'Autorità Garante della Concorrenza e del Mercato.

Tuttavia reciprocamente le predette società hanno manifestato l'intendimento di prorogare il predetto termine per esperire la verifica.

In seguito all'esito positivo della verifica, sarà, tra l'altro, predisposta la richiesta di autorizzazione all'Autorità Garante della Concorrenza e del Mercato e si completerà il deposito del dossier necessario all'ottenimento del Certificato di Sicurezza in capo a TLN.

Alla luce degli impegni presi, per mera semplificazione e velocizzazione dei molteplici e complessi processi connessi alla fase dei conferimenti, è stato predisposto dalle società coinvolte nell'operazione un Process Agreement, ancora in fase di formale definizione, avente ad oggetto principalmente: (i) l'oggetto e

59

*l'esatto perimetro dei conferimenti in favore di TLN - al quale, da parte di Trenitalia, si aggiunge, rispetto ai precedenti accordi, oltre il predetto ramo costituito dalla Direzione Trasporto Regionale Lombardia, la partecipazione attualmente detenuta in TILO; (ii) l'assunzione reciproca degli obblighi diretti al conseguimento dell'autorizzazione dell'antitrust ed all'ottenimento del Certificato di Sicurezza; (iii) la condivisione di un definitivo e paritetico livello di garanzie dei rami da porre a fondamento dell'accordo sui conferimenti.*

*Subordinatamente al verificarsi delle condizioni di cui al punto (ii), FNM e Trenitalia delibereranno in sede assembleare un aumento di capitale di TLN a servizio dei conferimenti, in misura tale da attribuire a Trenitalia e ad FNM, una partecipazione paritetica del capitale di TLN, prevedendo anche eventuali conguagli."*

*Infine, il Consiglio di Amministrazione di Trenitalia Spa, nella riunione del 28 febbraio 2011, ha discusso "l'operazione TLN: Joint venture societaria tra FNM S.p.A. e Trenitalia S.p.A. per la gestione integrata dei servizi regionali in Lombardia" precisando quanto segue: "L'operazione in oggetto, come illustrato nelle precedenti sedute e da ultimo nella seduta del 5 agosto 2010, è stata concepita prevedendo due fasi. Come si ricorderà, la prima ("fase di affitto dei rami di azienda") - diretta a consentire il processo di integrazione tra i due operatori e a valutare i benefici economico-finanziari e di qualità del servizio - si è concretizzata, nella stipula di due distinti contratti di affitto da parte di LeNord e Trenitalia dei rispettivi rami di azienda dedicati allo svolgimento del servizio di trasporto pubblico locale in Lombardia a favore della neo costituita società TLN.*

*Al riguardo, il 13 ottobre 2010 è stata stipulata la proroga dei contratti di affitto sino al 31 dicembre 2010 (che altrimenti sarebbero scaduti al 15 ottobre*

60

2010) e, in data 28 dicembre 2010, l'ulteriore proroga sino al 31 marzo 2011.

Quanto alla seconda fase ("Fase del Conferimento"), come noto, il Contratto Quadro del 4 agosto 2009 tra FNM e Trenitalia, finalizzato a disciplinare i termini e le modalità di svolgimento dell'operazione, prevede che possano essere conferiti a TLN i predetti rami di azienda affittati, esclusivamente qualora dia esito positivo la verifica congiunta esperita da Trenitalia e da FNM circa il conseguimento di obiettivi di economicità della gestione di TLN e di qualità dei servizi ("Verifica"). Nel medesimo Contratto Quadro è stabilito che, in questa fase, FNM e Trenitalia possano concordare eventuali variazioni qualitative/quantitative degli elementi costitutivi dei rami d'azienda oggetto di conferimento rispetto a quelli previsti nei citati Comitati di Affitto".

"I valori di conferimento, riferiti al ramo Trenitalia, dovranno essere definiti sulla base dei dati consuntivi al 31 dicembre 2010. Le strutture Amministrative della società, nell'ambito della predisposizione del bilancio di esercizio, stanno predisponendo la situazione patrimoniale del ramo che dovrà essere conferito; tale situazione patrimoniale formerà oggetto di perizia".

## **2.2. Descrizione dell'oggetto del conferimento**

Come si rileva dai verbali consiliari della Società conferente, l'oggetto del conferimento che ha richiesto la presente stima peritale è ampiamente illustrato, anche nell'ottica finalistica della complessa operazione che prevede l'aggregazione fra i Gruppi Trenitalia e FNM, tramite la comune partecipazione nella medesima Società conferitaria.

Infatti, contestualmente al presente conferimento verrà effettuato un altro conferimento alla medesima Società conferitaria Trenitalia-LeNORD Srl da parte dell'altro attuale socio FNM Spa, avente per

61

oggetto la quota totalitaria costituente il capitale sociale di LeNORD Srl.  
A seguito dei due contestuali conferimenti da parte di Trenitalia Spa e di FNM 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.

Mentre l'oggetto del parallelo conferimento in corso di realizzazione da parte di FNM Spa riguarda - come si è detto - la quota totalitaria rappresentativa del capitale sociale di LeNORD Srl, nel caso in esame l'oggetto del conferimento è rappresentato da un ramo d'azienda: dalla contestualità dei due conferimenti discende l'omogeneità metodologico-valutativa.

Più in particolare, sotto il profilo aziendalistico, contabile e tributario il Ramo d'azienda di Trenitalia Spa denominato "Trenitalia - Direzione Regionale Lombardia" oggetto del conferimento e perciò della presente valutazione risulta composto dalle seguenti classi di attività e passività patrimoniali:

- immobilizzazioni immateriali (software);
- immobilizzazioni materiali (materiale rotabile, impianti industriali, attrezzature industriali e commerciali, altri beni);
- immobilizzazioni finanziarie (partecipazione societaria);
- rimanenze;
- crediti (verso personale);
- fondi per rischi e oneri;
- trattamento di fine rapporto del lavoro dipendente;

62

- debiti (rapporti debitori di natura finanziaria, previdenziale e verso il personale).

Dall'esame della composizione quali-quantitativa del Ramo d'azienda oggetto di conferimento risulta evidente la sua organica e funzionale natura, conforme alle disposizioni civilistiche in materia (art. 2555 c.c.) e alle concordi posizioni giurisprudenziali.

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 Trenitalia Spa: quindi il presente conferimento presenta anche le caratteristiche di "operazione fra parti correlate" con la conseguenza che il suo corrispettivo (pari 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-*



63

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 Trenitalia 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"*.

### **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 del Ramo d'azienda da conferire/valutare messa a disposizione dello scrivente.

64

**2.5. Documentazione di riferimento della valutazione**

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

- bilancio di Trenitalia Spa per l'esercizio chiuso al 31 dicembre 2009 con la connessa *Opinion* della Società di Revisione;
- progetto di bilancio di Trenitalia Spa per l'esercizio chiuso al 31 dicembre 2010 approvato dal Consiglio di Amministrazione della Società;
- verbali delle riunioni del 31 luglio 2009, 20 ottobre 2009, 5 agosto 2010 e 28 febbraio 2011 del Consiglio di Amministrazione di Trenitalia Spa;
- "Contratto di Servizio per il trasporto pubblico ferroviario di interesse regionale e locale tra Regione Lombardia - Direzione Generale Infrastrutture e Mobilità - e Trenitalia Spa";
- 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;
- Situazione patrimoniale al 31 dicembre 2010 del Ramo d'azienda da conferire;
- dettagli analitici delle attività e passività patrimoniali costituenti il Ramo d'azienda da conferire, riferiti al 31 dicembre 2010;
- bilanci di Tilo SA per gli esercizi chiusi al 31 dicembre 2008, 2009 e 2010 con *Opinion* dei Revisori;
- Statuto sociale vigente di Tilo SA;
- Corrispondenza fra Tilo SA e Trenitalia Spa attestante la "disdetta anticipata del contratto tra azionisti Tilo SA";

65

- 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:

- o acquisito documentazione informativa e statistica sul settore e sull'attività del servizio ferroviario locale inerente alla Società emittente le quote oggetto di conferimento e di valutazione;
- o consultato il contenuto del sito web *www.trenitalia.it* rilevante ai fini della presente perizia;
- o 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 inerenti il Ramo d'azienda da conferire e valutare ed alla sua problematica gestionale;
- o 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 rami d'azienda**

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

66

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 aziende o i rami d'azienda, come nella fattispecie.

Quando un'azienda/ramo aziendale presso la società conferente è costituita/o da uno stretto coordinamento strutturale e funzionale dei suoi componenti, o quando è basata/o su modelli organizzativi di tipo divisionale, è riconducibile ad un complesso coordinato di beni, materiali e immateriali, finalizzati a produrre un risultato economico, come richiesto dall'art. 2555 c.c. .

Ne consegue che l'azienda/ramo aziendale, non solo può essere oggetto di conferimento da una società ad un'altra, ma la sua valutazione non si discosta dai principi che presiedono alle stime del valore aziendale nel suo complesso.

### **3.2. La valutazione del Ramo d'azienda oggetto di conferimento: la scelta del criterio valutativo**

Per quanto riguarda il metodo valutativo da adottare per effettuare la stima del valore di conferimento del Ramo d'azienda 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.

67

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"*.

In relazione alla tutela di tali diritti, la libertà di scelta del criterio valutativo in capo al perito designato 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.

68

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 soprapprezzo"*.

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.

Inoltre, nello specifico caso delle valutazioni per conferimento aventi per oggetto un ramo d'azienda - come nella fattispecie -, il ricorso al "criterio analitico-patrimoniale" consente alla società conferitaria di recepire e contabilizzare nel proprio bilancio le singole attività e passività patrimoniali (al valore peritato) che formano il ramo conferito.

69

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

Il valore di conferimento di un'azienda/ramo d'azienda, calcolato sulla base del "criterio analitico-patrimoniale", si ottiene mediante l'attribuzione del "valore corrente" a ciascun componente patrimoniale dell'azienda/ramo d'azienda stessa/o: 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;

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

70

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/ramo d'azienda da conferire. Esso può essere tratto da differenti fonti informative:

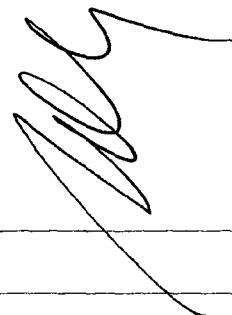
- a) la situazione patrimoniale di conferimento dell'azienda/ramo d'azienda alla data di riferimento dell'operazione, estratta dal bilancio della società conferente. Questa fonte informativa può essere utilizzata a condizione che i valori contabili presentino le caratteristiche del ricercato "valore corrente";
- b) eventuali stime peritali aventi per oggetto singole attività/passività patrimoniali facenti parte dell'azienda/ramo d'azienda. Questa fonte informativa può essere utilizzata a condizione che la stima peritale disponibile 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 lo specifico Ramo d'azienda da conferire, il ricercato "valore corrente" è definito come segue:

- A) immobilizzazioni immateriali: il "valore corrente" è individuato, coerentemente con le indicazioni metodologiche contenute nella Nota



71



Integrativa dell'ultimo bilancio in corso di approvazione di Trenitalia Spa, nel "costo di acquisto e/o di produzione, comprensivo delle spese direttamente attribuibili per predisporre l'attività al suo utilizzo, al netto degli ammortamenti cumulati e delle eventuali perdite di valore";

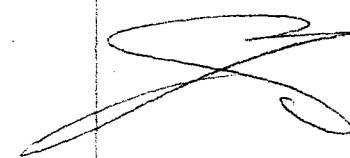
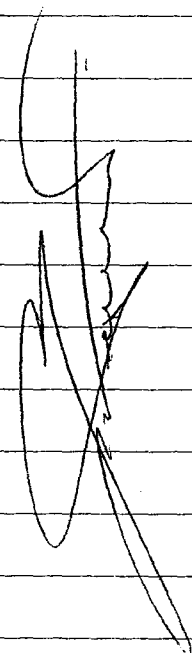
B) immobilizzazioni materiali: il "valore corrente" è individuato, coerentemente con le indicazioni metodologiche contenute nella Nota Integrativa dell'ultimo bilancio in corso di approvazione di Trenitalia Spa, nel "costo d'acquisto o di produzione, al netto degli ammortamenti accumulati e delle eventuali perdite di valore";

C) immobilizzazioni finanziarie: il "valore corrente" è individuato, coerentemente con le indicazioni metodologiche contenute nella Nota Integrativa dell'ultimo bilancio in corso di approvazione di Trenitalia Spa, nel "costo rettificato per le riduzioni di valore";

D) rimanenze: il "valore corrente" è individuato, coerentemente con le indicazioni metodologiche contenute nella Nota Integrativa dell'ultimo bilancio in corso di approvazione di Trenitalia Spa, nel "minore valore tra il costo di acquisto e/o di produzione e il valore netto di realizzo. Il costo viene determinato secondo il metodo del costo medio ponderato";

E) crediti: il "valore corrente" è individuato, coerentemente con le indicazioni metodologiche contenute nella Nota Integrativa dell'ultimo bilancio in corso di approvazione di Trenitalia Spa, nel "fair value e successivamente ...con il metodo del costo ammortizzato in base al criterio del tasso di interesse effettivo, al netto del fondo svalutazione";

F) fondi rischi e oneri: il "valore corrente" è individuato, coerentemente



72

con le indicazioni metodologiche contenute nella Nota Integrativa dell'ultimo bilancio in corso di approvazione di Trenitalia Spa, come segue: "I fondi rischi e oneri sono iscritti a fronte di perdite e oneri di natura determinata, di esistenza certa o probabile, dei quali, tuttavia, non sono determinabili l'ammontare e/o la data di accadimento. L'iscrizione viene rilevata solo quando esiste un'obbligazione corrente (legale o implicita) per una futura uscita di risorse economiche come risultato di eventi passati ed è probabile che tale uscita sia richiesta per l'adempimento dell'obbligazione. Tale ammontare rappresenta la miglior stima dell'onere per estinguere l'obbligazione";

G) trattamento di fine rapporto del lavoro subordinato: il "valore corrente" è individuato, coerentemente con le indicazioni metodologiche contenute nella Nota Integrativa dell'ultimo bilancio in corso di approvazione di Trenitalia Spa, come segue: "la Società gestisce un piano a benefici definiti, rappresentato dal fondo per Trattamento di Fine Rapporto ("TFR"). Il TFR è obbligatorio per le imprese italiane ai sensi dell'art 2120 del Codice Civile, ha natura di retribuzione differita ed è correlato alla durata della vita lavorativa dei dipendenti e alla retribuzione percepita nel periodo di servizio prestato".

H) debiti: il "valore corrente" è individuato, coerentemente con le indicazioni metodologiche contenute nella Nota Integrativa dell'ultimo bilancio in corso di approvazione di Trenitalia Spa, nel "fair value, al netto dei costi accessori di diretta imputazione, e successivamente ... al costo ammortizzato, applicando il criterio del tasso effettivo di interesse".

73

### 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 DEL RAMO D'AZIENDA DI

74

**TRENITALIA SPA DENOMINATO "TRENITALIA - DIREZIONE REGIONALE LOMBARDIA"**

**4.1. Premessa**

Sulla base della documentazione contabile ed informativa messa a disposizione lo scrivente procede alla valutazione del Ramo aziendale oggetto di conferimento 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 del Ramo aziendale oggetto di conferimento, documento contabile essenziale per lo sviluppo della presente stima valutativa. 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 corrispondono l'ultimo inventario fisico effettuato e i *Test di Impairment*. Inoltre essa dispone di tutti i dettagli di contabilità elementare, conservati presso la sede sociale:

<b>Immobilizzazioni Immateriali</b>	<b>1.013.756</b>
materiale rotabile e impianti industriali	97.270.707
attrezzature industriali e commerciali	15.929.445
altri beni	426.100

25

Immobilizzazioni Materiali	113.626.252
Immobilizzazioni finanziarie	1.072.557
Rimanenze	9.498.068
Crediti	339.325
<b>TOTALE ATTIVITA'</b>	<b>125.549.958</b>
Fondi per rischi e oneri	5.685.745
Trattamento fine rapporto lavoro subordinato	64.833.000
debiti verso Istituti di previdenza e di sicurezza sociale (entro 12 mesi)	3.305.044
debiti finanziari	22.750.000
debiti verso altri (entro 12 mesi)	12.919.108
<b>Debiti</b>	<b>38.974.152</b>
<b>TOTALE PASSIVITA'</b>	<b>109.492.897</b>
<b>PATRIMONIO NETTO</b>	<b>16.057.061</b>
<b>TOTALE A PAREGGIO</b>	<b>125.549.958</b>

**4.2. Valutazione del Ramo d'azienda di Trenitalia Spa denominato "Trenitalia - Direzione regionale Lombardia" in base al "criterio analitico - patrimoniale"**

Con riferimento ai criteri valutativi indicati nel precedente paragrafo 3.3. si procede alla valutazione delle attività e delle passività patrimoniali del Ramo d'azienda in esame al 31 dicembre 2010, accertando il corrispondente "valore corrente" come segue:

- immobilizzazioni immateriali: questa voce risulta comprensiva di *software* (licenze d'uso). Ai fini della determinazione "valore corrente" le immobilizzazioni immateriali del Ramo d'azienda in esame devono

76

necessariamente essere suddivise in due categorie con differente  
valenza contabile:

- la prima categoria si riferisce alle immobilizzazioni immateriali il cui processo di ammortamento è ancora in corso alla data di riferimento della presente stima con la conseguenza che il relativo "valore corrente" viene accertato nel corrispondente valore netto contabile di € 1.013.756, come segue:

Conto Co.Ge.	Cespiti	Carico	Fondo	Residuo
cespiti		lordo	ammortamento	netto
B130120005	55000010960	1.259.085,66	- 1.007.268,52	251.817,14
B130120005	55000011222	143.550,00	- 114.840,00	28.710,00
B130120005	55000011544	59.852,29	- 35.911,38	23.940,91
B130120005	55000008552	2.425,00	- 2.425,00	-
B130120005	55020000503	749.960,29	- 299.984,12	449.976,17
B130120005	55020000504	149.048,74	- 59.619,50	89.429,24
B130120005	55020000505	162.248,70	- 64.899,48	97.349,22
B130120005	55020000506	90.975,19	- 36.390,08	54.585,11
B130120005	55020000520	77.520,00	- 62.016,00	15.504,00
B130120005	55020000521	6.110,50	- 3.666,30	2.444,20
<b>Totale</b>				<b>1.013.755,99</b>

- la seconda categoria si riferisce alle immobilizzazioni immateriali il cui processo di ammortamento era concluso alla data di riferimento della presente stima (a causa del completamento del relativo processo di ammortamento). Per tali immobilizzazioni immateriali si è proceduto - in accordo con il *management* della

77

Società conferente - ad attribuire un valore convenzionale/  
simbolico (€ 10,00) a ciascun cespite, sia allo scopo di prendere atto  
della disponibilità effettiva di tali cespiti e del loro concorso alla  
formazione del valore economico-patrimoniale del Ramo  
d'azienda in esame, sia al fine di consentirne la contabilizzazione  
da parte della Società conferitaria: si tratta dei seguenti tre cespiti il  
cui "valore corrente" viene quantificato, in relazione a quanto  
sopra, in € 30.

Conto Co.Ge.	Cespiti	Carico	Fondo	Residuo
cespiti		lordo	ammortamento	netto
B130120005	55000011372	-	-	-
B130120005	55000008029	6.984,96	- 6.984,96	-
B130120005	55000007912	12.480,00	- 12.480,00	-

• immobilizzazioni materiali: questa voce risulta comprensiva di:

- "Materiale rotabile e impianti industriali" per € 97.270.707;
- "Impianti e macchinari" (impianti di officina e mezzi di carico e scarico e trasporto interno) per € 11.127.178;
- "Attrezzature industriali e commerciali" (attrezzatura varia e minuta, impianti generici e mobili e arredi di officina) per € 4.802.267;
- "Altri beni" (apparecchiature cellulari, costruzioni leggere e impianti di trazione elettrica) per € 426.100.

Ai fini della determinazione "valore corrente" anche le immobilizzazioni materiali del Ramo d'azienda in esame devono necessariamente essere suddivise in due categorie con differente valenza contabile:

- la prima categoria si riferisce alle immobilizzazioni materiali il cui processo di ammortamento è ancora in corso alla data di riferimento della presente stima con la conseguenza che il relativo "valore corrente" viene accertato nel corrispondente valore netto contabile sopra riportato (il dettaglio analitico - descrittivo e valutativo - dei cespiti di questa categoria è contenuto nell'Allegato 1);
- la seconda categoria si riferisce alle immobilizzazioni materiali il cui processo di ammortamento era concluso alla data di riferimento della presente stima (a causa del completamento del relativo processo di ammortamento). Per tali immobilizzazioni materiali si è proceduto - in accordo con il *management* della Società conferente - ad attribuire un valore convenzionale/simbolico (€ 10,00) a ciascun cespite, sia allo scopo di prendere atto della disponibilità effettiva di tali cespiti e del loro concorso alla formazione del valore economico-patrimoniale del Ramo d'azienda in esame, sia al fine di consentirne la contabilizzazione da parte della Società conferitaria (il dettaglio analitico - descrittivo e valutativo - dei cespiti di questa categoria è contenuto nell'Allegato 2): si tratta di n. 9.404 cespiti il cui "valore corrente" viene quantificato, in relazione a quanto sopra, in € 94.040;
- immobilizzazioni finanziarie: questa voce riguarda esclusivamente la partecipazione in Tilo SA, formata da n. 997 azioni, corrispondenti al 49,85% del suo capitale. Si tratta di una Società di diritto svizzero, con sede a Chiasso (Cantone Ticino) che, come indica l'art. 3 del vigente Statuto, "ha come scopo la realizzazione e la gestione di un'offerta di servizi di trasporto principalmente ferroviario su linee regionali transfrontaliere tra



75

Italia e Svizzera e viceversa". Il "valore corrente" della partecipazione in esame viene rilevato nella quota di competenza del corrispondente patrimonio netto contabile, secondo il seguente conteggio:

Patrimonio Netto Tilo SA al 31/12/2010	CHF 2.690.974,85
Cambio al 31/12/2010	0,79955 CHF vs Euro
Patrimonio Tilo SA al 31/12/2010	Euro 2.151.568,94
Patrimonio Tilo SA al 31/12/2010 di competenza Trenitalia Spa (49,85%)	Euro 1.072.557,12

- rimanenze: questa voce si riferisce a materiali di ricambio utilizzato nelle operazioni di manutenzione corrente. Il relativo "valore corrente" è accertato in € 9.498.068 e risulta analiticamente illustrato nell'Allegato 3. Il relativo "fondo svalutazione magazzino" è appostato nei "fondi per rischi e oneri";
- crediti: questa voce riguarda esclusivamente la posta "crediti verso altri" che si riferisce a crediti verso il personale per anticipi TFR (€ 281.895) e ad altri crediti diversi verso il personale (€ 57.430), per complessivi € 339.325. In relazione alla natura, scadenza e identità delle controparti il "valore corrente" dei crediti sopra elencati e descritti viene individuato nel corrispondente valore nominale;
- fondi per rischi e oneri: questa voce risulta comprensiva di "Oneri per fondo contrattuale" per € 3.985.745; "Fondo una tantum" per € 200.000; "Fondo svalutazione magazzino" per € 1.500.000. Nell'importo complessivo di € 5.685.745 viene accertato il "valore corrente", corrispondente al relativo valore nominale;
- trattamento di fine rapporto del lavoro subordinato: questa voce, ai fini

80

del presente conferimento, rappresenta quanto rientrerà alla Società conferente alla scadenza del citato contratto d'affitto in essere, scadenza che si manifesterà contestualmente all'inizio dell'efficacia del conferimento stesso. L'importo in questione è pari a € 64.833.000 il cui "valore corrente" viene identificato nel corrispondente valore nominale;

- debiti: questa voce risulta comprensiva di:
  - "debiti verso istituti di previdenza e di sicurezza sociale", esigibili entro 12 mesi, per € 3.305.044 (si tratta del debito per ritenute previdenziali a carico del personale e del datore di lavoro rimaste da versare sulle competenze maturate e non liquidate e l'ammontare dei contributi calcolati sulle competenze al personale accertati, ma non ancora liquidati: debiti presunti per mensilità aggiuntive su TFR per € 218.562,2; contributi su competenze da liquidare per € 2.160.070,4; debiti verso istituti di previdenza sociale per ferie maturate e non godute per € 926.411,2);
  - "debiti verso altri", esigibili entro 12 mesi, per € 12.919.108 (comprensivo di: debiti verso il personale per ferie non godute per € 3.637.283,61; indennità di buonuscita maturata non liquidata per € 422.470,07; indennità di TFR maturato non liquidata per € 613.476,03; debiti presunti verso personale per € 5.803.308,08; altri debiti verso il personale per € 2.442.570,1);
  - "debiti finanziari" per € 22.750.000 quale saldo del rapporto di conto corrente in essere fra la Società conferente e il Ramo d'azienda in esame.

81

In relazione alla natura, scadenza e identità delle controparti il "valore corrente" dei debiti sopra elencati e descritti viene individuato nel corrispondente valore nominale.

Sulla base di quanto precede può essere composta la seguente situazione patrimoniale del Ramo d'azienda in esame alla data di riferimento della stima che indica il ricercato valore di conferimento calcolato in base al "criterio analitico-patrimoniale":

immobilizzazioni Immateriali (ammortamento in corso)	1.013.756
immobilizzazioni immateriali (già ammortizzate)	30
<b>Immobilizzazioni Immateriali</b>	<b>1.013.786</b>
materiale rotabile e impianti industriali	97.270.707
attrezzature industriali e commerciali	15.929.445
altri beni	426.100
immobilizzazioni materiali (già ammortizzate)	94.040
<b>Immobilizzazioni Materiali</b>	<b>113.720.292</b>
<b>Immobilizzazioni Finanziarie</b>	<b>1.072.557</b>
<b>Rimanenze</b>	<b>9.498.068</b>
<b>Crediti</b>	<b>339.325</b>
<b>TOTALE ATTIVITA'</b>	<b>125.644.028</b>
<b>Fondi per rischi e oneri</b>	<b>5.685.745</b>
<b>Trattamento fine rapporto lavoro subordinato</b>	<b>64.833.000</b>
debiti verso Istituti di previdenza e di sicurezza sociale	3.305.044
(entro 12 mesi)	
debiti finanziari	22.750.000
debiti verso altri (entro 12 mesi)	12.919.108

82

Debiti	38.974.152
TOTALE PASSIVITA'	109.492.897
PATRIMONIO NETTO	16.151.131
TOTALE A PAREGGIO	125.644.028

**4.3. Valutazione del Ramo "Trenitalia-Direzione Regionale Lombardia"  
in base al "criterio sintetico-reddituale"**

Si procede ora alla valutazione del Ramo "Trenitalia - Direzione Regionale Lombardia" 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,

83

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* ( $K_e$ ) (considerata la breve durata attesa dei 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 <i>comparable</i>	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
<b>Coefficiente Beta medio</b>	<b>0,624</b>	
<b>P/E medio</b>		<b>12,88 → 7,76%</b>

84

e Ke corrispondente		
---------------------	--	--

- *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.

L'utilizzo del Coefficiente Beta medio nel CAPM porterebbe alla formazione del seguente tasso:

$$K_e = 4,6\% + (5,4\% \times 0,624) = 7,97\%$$

che è sostanzialmente confermato dal reciproco del P/E sopra calcolato.

Tuttavia nella fattispecie, considerata la portata locale del *business* relativo al ramo d'azienda in esame e la sua similarità alle *multi utility* gestite da entità territoriali locali - caratterizzate da Coefficienti Beta bassi - si ritiene corretto rettificare parzialmente in difetto (circa mezzo punto percentuale) il tasso ottenuto e commisurararlo al 7,25% [in linea con l'analogo parametro utilizzato nell'ambito degli *Impairment Test* degli ultimi due esercizi (7,2% ÷ 7,3%)].

Si dispone così di tutti i parametri necessari per la valutazione del Ramo "Trenitalia - Direzione Regionale Lombardia" in base al "criterio sintetico-reddituale" come segue:

LeNORD	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Risultato										
Netto										
da Piano	9.797	5.695	4.495	7.495	5.895	5.895	5.895	5.895	5.895	5.895
Fattore di										
attualiz-										
zazione	1	0,9324	0,8694	0,8106	0,7558	0,7047	0,6571	0,6127	0,5712	0,5326

85

Risultato										
netto										
attua-										
lizzato	9.797	5.310	3.908	6.075	4.455	4.154	3.873	3.612	3.367	3.140
Valore										
reddituale										47.691

## 5. CONCLUSIONI

Sulla base della documentazione contabile ed informativa messa a disposizione lo scrivente ha proceduto alla valutazione del Ramo "Trenitalia - Direzione Regionale Lombardia" 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. 16.151;
- in base al "criterio sintetico - reddituale" nel suo ruolo di "Metodo di controllo": €/m. 47.691.

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.

86

47.691 contro €/m. 16.151). 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:

- o 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);
- o 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;
- o 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;



87

o il raffronto (valori unitari) evidenzia che:

- LeNORD Srl 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 in buona parte (60%) recepito nell'ambito della determinazione del valore del Ramo "Trenitalia - Direzione Regionale Lombardia".

Pertanto lo scrivente conclude affermando che, nella fattispecie, il valore di conferimento del Ramo "Trenitalia - Direzione Regionale Lombardia" può stimarsi nella misura di €/m. 35.000, arrotondata rispetto a quella derivante dal seguente conteggio:

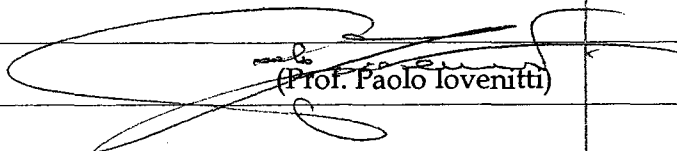
$$\text{€/m. } 16.151 + 0,60 * (\text{€/m. } 47.691 - \text{€/m. } 16.151)$$

$$\text{€/m. } 16.151 + \text{€/m. } 18.924 = \text{€ } 35.075$$

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 del descritto Ramo d'azienda - ai sensi dell'art. 2465, primo comma, c.c., attesta che, alla data del 31 dicembre 2010, il valore complessivo del Ramo d'azienda oggetto di conferimento è almeno pari a quello ad esso attribuito ai fini della determinazione del valore nominale dell'aumento del capitale sociale e dell'eventuale

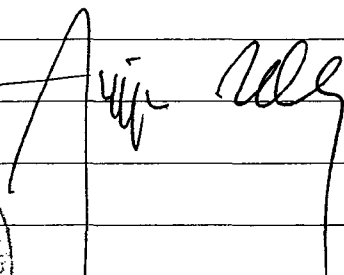
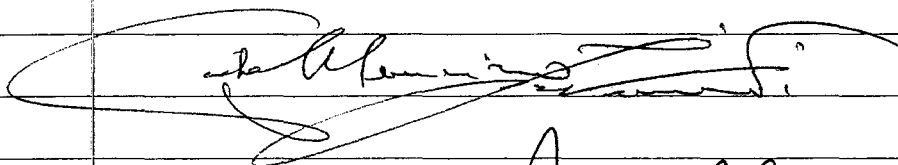
sovrapprezzo, purché il valore complessivo degli stessi non superi Euro  
35.000.000.

In fede.



(Prof. Paolo Iovenitti)

Milano, 26 aprile 2011



N. 61864 di Repertorio

VERBALE DI ASSEVERAZIONE DI RELAZIONE PERITALE  
REPUBBLICA ITALIANA

27 aprile 2011

Il giorno ventisette aprile duemilaundici alle ore 10 e 20.

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 al Ramo Trenitalia destinato allo svolgimento dei servizi di TPL (trasporto pubblico locale) ferroviario in Lombardia, della società

"TRENITALIA S.p.A."

con unico socio, con sede legale in Roma, Piazza della Croce Rossa n. 1, capitale sociale Euro 1.654.464.000,00 (unmiliardoseicentocinquantaquattromilioniquattrocentosessantaquattromila virgola zero zero) interamente versato, iscritta nel Registro delle Imprese di Roma al numero di iscrizione e codice fiscale 05403151003, Repertorio Economico Amministrativo n. 883047, ramo comprensivo dell'intera partecipazione che "TRENITALIA S.p.A." possiede in TILO SA, 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 25.

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

**SPAZIO ANNULLATO**