

RICCARDO RANALLI
DOTTORE COMMERCIALISTA
REVISORE CONTABILE
CONSULENTE TECNICO DEL GIUDICE

CORSO RE UMBERTO, 8 - 10121 TORINO
TEL +39 011 5625400 - FAX +39 011 5620489
e-mail riccardo.ranalli@studiogmr.it

Codice Fiscale RNL RCR 55R17 L219Q
Partita IVA 08515550013

Spett.le Acque Potabili S.p.A.
Corso XI febbraio, 22
10152 Torino

Alla c.a. degli amministratori indipendenti, **dott. Roberto Frascinelli e prof. Giorgio Gilli.**

Torino, li 14 aprile 2014

OGGETTO: PRECISAZIONI IN RELAZIONE ALLA *FAIRNESS OPINION* RESA.

Premessa.

In relazione a quanto da me rappresentato nella *fairness opinion* resa in data 31 marzo u.s. avente ad oggetto la congruità, dal punto di vista finanziario, del Corrispettivo offerto di euro 1,05 per azione per l'OPA sulle azioni della Società promossa da Sviluppo Idrico Srl, in seguito a quanto richiesto dalla CONSOB con propria lettera dell'11 aprile, mi sono state rivolte dagli amministratori indipendenti le seguenti richieste:

- a) con riferimento al tasso di attualizzazione del 9,0%, determinato con logica *equity side* e con metodologia *Capital Asset Pricing Model*, muovendo da tassi privi di rischio riferibili ad imprese operanti in via esclusiva sul mercato italiano, del premio per il rischio sistematico e da quello specifico per realtà imprenditoriali di minori dimensioni (cosiddetto *small cap risk premium*), mi è stato chiesto di giustificare la ragionevolezza del tasso stesso, esplicitando, per quanto possibile, il tasso privo di rischio individuato per la determinazione del tasso di attualizzazione, il premio per il rischio sistematico e l'eventuale coefficiente Beta applicati;
- b) avendo riguardo allo sconto nell'intorno del 20% del prezzo offerto rispetto all'esito del metodo DDM, mi è stato chiesto di giustificare la ragionevolezza dello sconto rispetto al valore per azione determinato ad esito del processo di valutazione, in ragione del "limitato flottante" e dell'esiguità dei volumi negoziati.

In appresso sono riportate le informazioni e le giustificazioni richieste.

Con riferimento al tasso di attualizzazione.

Il tasso di attualizzazione è stato dallo scrivente così determinato, con logica *equity side* e metodologia CAPM:

Tasso di attualizzazione DDM

Tasso privo di rischio (BTP 2023)	3,32%
Premio per il rischio di mercato	5,5%
Beta settore Unlevered	0,31
Leverage medio (D/E 2014-2023)	0,20
Tax Rate per scudo fiscale	0,25%
Beta Levered (su Leverage medio 2014-2023)	0,37
Beta Adjusted	0,58
Costo del capitale di rischio	6,52%
Small Cap Premium	2,5%
Costo del capitale di rischio finito	9,0%

Avendo riguardo alle singole componenti e alle modalità di rilevazione lo scrivente osserva in appresso:

- a) Il tasso privo di rischio, incorpora il rischio paese Italia, ed è stato assunto sulla base del BTP con scadenza 2023, rilevato sul mercato al momento del rilascio della *Opinion*;
- b) Il premio per il rischio di mercato è stato assunto in misura del 5,5% in linea con il premio per il rischio mediamente adottato in Italia¹ e con l'esito dello studio di Fernandez, Aguirreamalloa, Corres, *Market Risk Premium in 56 Countries* del 2011, recante un dato "average" Italia del 5,50%;
- c) il Beta dello 0,31 è stato tratto dalla fonte Damodaran (sito pubblico <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar>), ed è relativo a mercato europeo delle Utility (Water);
- d) il *Leverage* utilizzato per transitare dal *Beta Unlevered* al *Beta Levered* è quello medio di Piano dello 0,2;
- e) lo scudo fiscale è stato assunto in misura leggermente inferiore al *tax rate* nominale per considerare eventuali ipotesi di deducibilità limitata o ritardata (25%);

¹ Per tutti vedi GUATRI BINI, *Nuovo Trattato sulla Valutazione delle aziende*, Egea, 2009, p. 375

- f) lo scrivente ha ritenuto doveroso adottare il processo di *Adjustement* nella tecnica di Blume², la cui applicazione è quanto mai opportuna in tutti i casi di significativa devianza del Beta da 1,0;
- g) trattandosi di realtà di piccole dimensioni, lo *Small Cap Risk* è stato assunto nel 2,5% pari ad un valore medio tra quelli suggeriti dai principali studi in materia³ (A. Damodaran, *Cost of equity and Small Cap Premium*, in *Investment Valuation, Tools and Techniques for Determining the Value of any Asset*, III edizione 2012, GUATRI BINI, *Nuovo Trattato sulla Valutazione delle Aziende*, 2009, p. 236).

Con riferimento alla ragionevolezza dello sconto in ragione del "limitato flottante" e dell'esiguità dei volumi negoziati.

Il giudizio di ragionevolezza dello sconto delle azioni rispetto al loro valore risultante ad esito del metodo DDM è stato da me reso avendo riguardo allo sconto per mancanza di negoziabilità dipendente da esiguità dei volumi scambiati. A tal riguardo lo scrivente ha tenuto conto, oltre che delle considerazioni già riportate nella *fairness opinion* del 31 marzo e segnatamente del confronto con lo sconto implicito ai prezzi di borsa dell'ultimo anno, dello studio condotto da W. L. Silber⁴ con riferimento ai prezzi dei titoli c.d. *restricted stocks* di società quotate acquisiti nell'ambito di *private placement* per i quali la Rule 144 della SEC impedisce la negoziazione sino alla registrazione. In particolare lo sconto medio rilevato dall'autore, indicativo anche dello sconto di liquidità relativo ai c.d. titoli sottili, si colloca attorno al 14% per le imprese di maggiori dimensioni ed arriva al 50% per quelle di più piccole dimensioni.

Premettendo che lo sconto di liquidità, diversamente dallo sconto di minoranza, non necessariamente è incorporato nelle quotazioni di mercato (T. ONESTI, *Sconti di minoranza e sconti di liquidità*, Cedam, 2001), lo scrivente ritiene opportuno sottolineare che il cennato studio – che ha trovato grande applicazione negli Stati Uniti – è stato recentemente

² Volta a correggere i beta storici attraverso la seguente formula: $beta\ adjusted = beta\ grezzo \times 0,67 + 1 \times 0,33$; v. per tutti E.J. ELTON, M.J. GRUBER, S.J. BROWN, W. N. GOETZMANN *Modern Portfolio Theory and Investment Analysis*, John Wiley & Sons, 2009

³ Vedi per tutti MASSARI ZANETTI *Valutazione Finanziaria*, McGraw-Hill, 2004, p. 145

⁴ W.L. SIBER, *Discount on restricted stock: the impact of illiquidity on stock prices* in *Financial Analysis Journal*, vol. 47, 1997, pp. 60-64 più recentemente confermato da J D. FINNERTY, *The impact of transfer restriction on stock prices*, Working Paper, Analysis Group/economics, Cambridge, Ottobre 2002 che ha individuate uno sconto medio del 20%.

richiamato anche dalla scienza aziendalistica italiana quale strumento per la valutazione dello sconto per *lack of marketability* anche per i titoli quotati caratterizzati da contenuti volumi di scambi tali da non renderne efficiente la formazione del prezzo sul mercato (c.d. titoli sottili) (cfr. LANDA ZACCHINI ONESTI, *La Valutazione delle Aziende*, Giappichelli 2013, p. 531 e ss.gg.). Per dovere di completezza si osserva che gli autori citati hanno anche esaminato l'ulteriore metodo, meno diffuso, del *pre-IPO study* (di Robert W. Baird & Co. e della Willamette Management Associates) rilevando che esso conduce a sconti più rilevanti compresi tra il 40% e il 46%.

Tanto era mio dovere precisare.

Con cordialità.


Riccardo Ranalli