

**PERIZIA DI STIMA DEL
VALORE DEL CAPITALE
ECONOMICO DELLA
SOCIETA'
ANCONAMBIENTE S.P.A.**

INDICE

- 1. L'INCARICO PERITALE**
- 2. L'APPROCCIO RICHIESTO AL PERITO**
- 3. LA SOCIETA' ANCONAMBIENTE S.P.A.**
- 4. I METODI DI VALUTAZIONE: GENERALITÀ ED ASPETTI TEORICI**
- 5. METODO DI STIMA ADOTTATO PER LA DETERMINAZIONE DEL VALORE DI ANCONAMBIENTE S.P.A.**
- 6. IL METODO PATRIMONIALE COMPLESSO E IL CRITERIO DELLE ROYALTIES**
- 7. IL CRITERIO DELLE ROYALTIES E LA STIMA AUTONOMA DELL'AVVIAMENTO**
- 8. IL PATRIMONIO NETTO RETTIFICATO**
- 9. CONCLUSIONI**

1. L'INCARICO PERITALE

La società AnconAmbiente S.p.A., con sede legale in Ancona, via del Commercio n.27, iscritta al Registro Imprese di Ancona al n. 01422820421, ha conferito al sottoscritto, Stefano Pozzoli, Professore Ordinario di Economia Aziendale il Dipartimento di Studi Aziendali ed Economici della Università di Napoli Parthenope, iscritto all' Ordine dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili di Firenze al n. 1359 ed al Registro dei Revisori Legali al n. 47294 con Decreto Ministeriale del 12.04.1995, G.U. n. 31-bis del 21.04.1995, l'incarico di effettuare una perizia di stima del valore del capitale economico della società ai fini del corretto recepimento dei prospettati conferimenti dei rami d'azienda delle società JesiServizi Srl, CIS Srl e So.ge.nu.s. S.p.A. della provincia di Ancona, così da poter presentare una candidatura forte ed unitaria per l'affidamento in house dei rifiuti da parte dell'Ente di Bacino. Si tratta in sostanza di corroborare il valore di "scambio" delle quote di AnconAmbiente, che effettuerà un aumento di capitale riservato ai comuni, attraverso una valutazione dei quattro soggetti interessati, seguendo criteri omogenei di misurazione del valore, in modo da attribuire un corretto valore, anche in senso relativo, alle diverse entità.

Scopo della perizia è determinare il valore del capitale economico di AnconAmbiente S.p.A. con riferimento alla data del 30 giugno 2024.

Si espongono brevemente le azioni recentemente poste in essere per pervenire all'affidamento della gestione a livello di ambito per il servizio rifiuti ed igiene ambientale.

ATA Rifiuti Ancona ha comunicato l'adozione della deliberazione dell'Assemblea n. 14 del 29 giugno 2023 con cui:

- *"Nel richiamare la Delibera n. 28 del 27.12.2022 con cui l'Assemblea dell'ATA deliberava l'affidamento della gestione integrata dei rifiuti urbani alla costituenda società consortile partecipata da Viva Servizi S.p.A., Ecofon Conero S.p.A. e Jesiservizi Srl a condizione che detta società consortile fosse stata costituita entro il termine del 30.03.2023, effettuava una ricognizione sullo stato dei fatti e nel dare atto della mancata sussistenza delle condizioni all'affidamento apposte ex Delibera 28/2022, procedeva al ritiro di detta deliberazione;*

- *Confermava l'indirizzo dell'Assemblea di valutare in sede istruttoria, inter alia, la sussistenza dei presupposti normativamente previsti per l'affidamento in concessione con il modello dell'in house del servizio di gestione integrata dei rifiuti urbani dell'ATO 2;*
- *Dava mandato al Direttore e alla struttura di riavviare il procedimento istruttorio -ivi comprese le eventuali necessarie interlocuzioni con i vari soggetti istituzionali di riferimento- per la valutazione delle domande pervenute prevedendo uno step di monitoraggio intermedio al 30.09.2023 per valutarne quanto meno la non manifesta infondatezza e/o il rispetto dei relativi cronoprogrammi indicati e un successivo step di monitoraggio al 30.12.2023 per valutare se confermare o meno il mandato dato alla struttura dell'ATA;*
- *Disponeva ulteriori prosecuzioni tecniche del servizio delle varie gestioni esistenti fino al termine del 31.12.2023 solo e inderogabilmente a condizione che entro il termine del 30.09.2023 il previsto monitoraggio sulle condizioni per procedere con la forma di affidamento in house avesse dato esito positivo o quanto meno non avesse rilevato una manifestata infondatezza”.*

Con nota prot. 3673 del 27.09.2023 la società AnconAmbiente S.p.A. avanzava all'ATA ATO2 Ancona Rifiuti la candidatura per l'affidamento in regime di “in house providing” dei servizi inerenti al ciclo integrato dei rifiuti in esito al processo di concentrazione delle gestioni svolti da JesiServizi Srl, da CIS Srl e da So.ge.nu.s S.p.A., mediante conferimento dei rispettivi complessi aziendali nel capitale sociale della medesima AnconAmbiente, con riserva di successiva produzione della documentazione inerente la pianificazione industriale e la programmazione economica-finanziaria relativa allo svolgimento del servizio oggetto di affidamento.

La presente perizia, redatta seguendo i criteri, ai sensi e per gli effetti dell'articolo 2343 ter c.c. è, dunque, finalizzata a determinare il valore economico di AnconAmbiente S.p.A. in modo omogeneo rispetto ai valori di conferimento dei rami di azienda rifiuti di Jesiservizi Srl, CIS Srl e So.ge.nu.s S.p.A., con riferimento alla data del 30 giugno 2024.

È altresì da precisare che, per svolgere il proprio lavoro, il sottoscritto ha fatto pieno affidamento sulle informazioni, sui documenti messi a disposizione e su quanto emerso dai colloqui intercorsi con il management delle società coinvolte e che i dati messi a disposizione ovviamente condizionano la scelta del metodo valutativo ed il

risultato dello stesso.

Pertanto, non si assume, alcuna responsabilità in merito alla completezza, veridicità ed accuratezza di quanto messo a sua disposizione, pur avendo svolto il proprio incarico adottando la massima professionalità richiesta per l'espletamento di incarichi di tale natura.

Si vuole sottolineare che la presente relazione rappresenta l'assolvimento di detto incarico da parte del sottoscritto in piena ed assoluta indipendenza rispetto a qualsivoglia soggetto terzo direttamente o indirettamente interessato alla valutazione di suddetta società; e che i risultati emersi da tale perizia sono stati ottenuti utilizzando la massima diligenza e professionalità da parte dello scrivente, seppur basati su dati ed informazioni non verificati dal sottoscritto e, pertanto, nel caso in cui le informazioni messe a disposizione dovessero risultare non attendibili o incomplete, i risultati emersi dalla perizia potrebbero esserne inficiati per cause comunque non riconducibili all'operato dello scrivente.

Si deve ancora ribadire che il valore di stima è, come si è detto, un elemento della complessiva operazione che si intende realizzare, ovvero la costituzione di un soggetto industriale unitario all'interno della Provincia di Ancona per la gestione del ciclo integrato dei rifiuti, così come è stata deliberata dalla Autorità Territoriale di Ambito Ancona con Deliberazione n. 16 del 27.09.2024.

Questo comporta che nel processo valutativo si terrà conto non solo dei dati della singola azienda, ma della comparazione tra i soggetti coinvolti nella operazione complessivamente intesa, e, quindi, della necessità di stimare, per così dire congiuntamente ed in modo uniforme, AnconAmbiente S.p.A. e i rami d'azienda di JesiServizi Srl, CIS Srl e So.ge.nu.s S.p.A., cercando non di indicare valori medi, la qual cosa pregiudicherebbe l'autonomia della stima, ma di individuare un criterio di valutazione razionalmente omogeneo che contemperi le caratteristiche delle diverse società.

2. L'APPROCCIO RICHIESTO AL PERITO

Oggetto dell'incarico, si è detto, è la perizia di stima del valore del capitale economico della società AnconAmbiente S.p.A. ai fini dei conferimenti dei rami d'azienda delle società JesiServizi Srl, CIS Srl e So.ge.nu.s. S.p.A. in AnconAmbiente e, quindi, per

supportare le decisioni dell'Organo di Amministrazione a tale proposito.

La valutazione dell'azienda è stata effettuata con riferimento alla data del 30 giugno 2024, sulla base dei dati, dei documenti, delle informazioni e delle metodologie esposte nella presente relazione e con le precisazioni e le avvertenze riepilogate di seguito.

L'incarico non ha previsto lo svolgimento di verifiche contabili integrative o di revisione, né verifiche o accertamenti circa l'eventuale sussistenza di passività di tipo fiscale, contrattuale, previdenziale o di altro genere; e, pertanto, non si risponde della veridicità, completezza, accuratezza, attendibilità e rappresentatività di documenti, dati e informazioni, che sono stati messi a disposizione.

Tanto premesso, nell'espletamento dell'incarico affidato mi sono avvalso dei seguenti principali documenti ed informazioni, messi a disposizione dalla società:

- Bilancio di esercizio al 31.12.2021;
- Bilancio di esercizio al 31.12.2022;
- Bilancio di esercizio al 31.12.2023 e Relazione sulla gestione al bilancio chiuso al 31.12.2023;
- Bilancio infrannuale al 30.06.2024 e relazione accompagnatoria al bilancio al 30.06.2024;
- Situazione contabile dei crediti inesigibili al 30.06.2024 e fondo svalutazione crediti 2024;
- Cespiti - incrementi 2024 e stampa contabile del libro cespiti;
- Cespiti – AnconAmbiente al 30.06.2024;
- Valorizzazione cespiti MTR al 30.06.2024.

3. LA SOCIETA' ANCONAMBIENTE S.P.A.

AnconAmbiente S.p.A. è una società per azioni costituitasi per trasformazione della preesistente azienda speciale a seguito della delibera del Consiglio Comunale di

Ancona n. 6 del 29 gennaio 2001, è il maggiore gestore dei servizi di igiene urbana della provincia di Ancona.

La società è a totale partecipazione pubblica (assemblea straordinaria del 23 settembre 2004 repertorio n° 298216 – rogito n° 47714) ed è una società in house providing.

AnconAmbiente S.p.A. è una società che si occupa dei servizi di igiene urbana nella provincia di Ancona. Fondata nel 1973 con il nome di Asmiu, l'azienda ha recentemente celebrato i suoi 50 anni di attività, sottolineando il suo impegno nel garantire un ambiente pulito e sostenibile per la comunità locale.

Nel corso degli anni, AnconAmbiente ha ampliato i suoi servizi e il suo raggio d'azione, servendo attualmente i comuni di Ancona, Chiaravalle, Fabriano, Cerreto d'Esi, Sassoferrato e Serra de' Conti.

Negli anni novanta il Comune di Ancona affida alla società anche il servizio delle pubbliche affissioni, mentre il Comune di Camerano le affida il servizio di igiene urbana. Inoltre, partecipa a progetti di collaborazione internazionale nei paesi dell'ex-Jugoslavia e Albania per trasmettere il proprio know how e per coadiuvare alla messa in atto dei servizi di igiene urbana.

Nel 2001 si trasforma in società per azioni a totale capitale pubblico.

Nello stesso periodo i Comuni di Castelfidardo e di Chiaravalle le affidano i servizi di igiene urbana.

Nel 2022 e nel 2003 il Comune di Ancona le affida rispettivamente i servizi del catasto termico e la gestione e manutenzione della pubblica illuminazione.

AnconAmbiente inizia, dunque, a configurarsi come una società multiservizi.

La società, nei limiti consentiti dalla sua natura di Società in house providing, mette a disposizione dei privati una rosa di servizi, fra i quali l'autospurgo con videoispezione, lo svuotamento locali con ritiro rifiuti ingombranti, la prevenzione infestanti ai trattamenti del verde; contestualmente il Comune di Ancona le consegna la manutenzione di alcune aiuole, delle aree verdi spartitraffico e delle rotatorie.

Successivamente acquisisce i servizi di igiene urbana della città di Fabriano e i Comuni di Castelfidardo e Fabriano diventano azionisti di AnconAmbiente.

Nel 2004 la compagine sociale si amplia a seguito dell'ingresso dei Comuni di Camerano, Cerreto d'Esi e Chiaravalle. Nello stesso anno il servizio di pubblica illuminazione comincia la sua opera di riqualificazione della città di Ancona, che proseguirà negli anni successivi.

Nel 2005, non solo viene inserita sul territorio di Ancona la nuova figura dell'Ispettore Ambientale che vigila sul rispetto dei regolamenti comunali in materia di igiene ambientale; ma vengono introdotti anche nuovi servizi, quali il soccorso stradale per la provincia di Ancona su strada ed autostrada per automobili e mezzi di grandi dimensioni e la rimozione auto.

Nel 2006 vengono affidate alla società, dal Comune di Ancona, la gestione dei servizi cimiteriali e delle lampade votive nei 13 cimiteri comunali, la gestione di altre aree verdi e la disinfestazione e derattizzazione del territorio comunale. Nello stesso anno AnconAmbiente stipula una convenzione con la regione Marche per diventare parte operativa della protezione civile.

Con un organico di circa 300 dipendenti e un fatturato annuo di circa 30 milioni di euro, l'azienda ha registrato bilanci positivi dal 2014, dimostrando solidità economica e gestionale.

Tra i servizi offerti, AnconAmbiente gestisce la raccolta differenziata dei rifiuti attraverso il sistema "Porta a Porta", ritirando i rifiuti direttamente presso le abitazioni o gli esercizi commerciali in giorni ed orari prestabiliti, comunicati tramite appositi calendari. Inoltre, l'azienda mette a disposizione dei cittadini il "Contact Center" e un numero verde (800 680 800) per informazioni, richieste di servizi, segnalazioni e suggerimenti. Gli operatori rispondono dal lunedì al venerdì, dalle 8:45 alle 12:45.

Recentemente, AnconAmbiente ha avviato iniziative per promuovere la sostenibilità ambientale, come la campagna "Regaliamoci l'Ambiente", che incentiva il recupero e il riciclo della frazione organica dei rifiuti, distribuendo kit per la raccolta e piante in regalo ai cittadini.

Oggi AnconAmbiente è un'azienda efficiente, in grado di fronteggiare con professionalità tutte le esigenze dei cittadini, in quanto dotata di mezzi all'avanguardia e di personale qualificato.

Il capitale sociale di AnconAmbiente S.p.A., interamente versato, è pari ad euro

5.164.240 e risulta così distribuito tra i soci:

SOCIO	N. AZIONI	CAPITALE SOCIALE PARI A €	%
Comune di Ancona	467.471	4.674.710,00	90,521
Comune di Fabriano	27.878	278.780,00	5,398
Comune di Chiaravalle	15.580	155.800,00	3,017
Comune di Cerreto d'Esi	5.174	51.740,00	1,002
Comune di Sassoferrato	178	1.780,00	0,034
Comune di Serra de'Conti	143	1.430,00	0,028

La società, per motivi gestionali, ha acquisito alcune partecipazioni in società con attività analoghe alle proprie. Infatti, nel 2009 ha acquistato da C.N.A. Service Srl (ex socio privato di So.ge.nu.s.) 30.457 azioni per un costo ad azione pari ad euro 8,55 ed un controvalore complessivo di euro 260.407,35. Attualmente, detiene una partecipazione in So.ge.nu.s. del 24,752%.

Attualmente AnconAmbiente gestisce i seguenti servizi:

1. servizio di smaltimento dei rifiuti solidi urbani e speciali di tutte le categorie ed in tutte le fasi, ovvero: raccolta, spazzamento, trasporto (anche per conto terzi), trattamento, stoccaggio provvisorio e smaltimento definitivo;
2. servizi di igiene urbana che, pur non facendo specifico riferimento a quanto previsto nella lettera a), siano comunque collegati o connessi alla tutela ambientale ed igienica;
3. servizi complementari a quelli di igiene urbana ed ambientale, come i seguenti: espurgo pozzi neri e pozzetti stradali; pulizia spiagge; raccolta differenziata, dei rifiuti ingombranti e delle siringhe usate; derattizzazione, demuscazione e disinfestazione; diserbo; pulizia chiusini e caditoie; pulizia dei mercati comunali;

sgombero ed eventuale allontanamento della neve; lavaggio delle vie, piazze ed aree pubbliche, inclusi i portici ed esclusi i giardini pubblici;

4. commercializzazione di materie secondarie provenienti dalla raccolta dei rifiuti;
5. gestione della pubblica illuminazione.

La specifica attività esplicitata da AnconAmbiente nei territori dei Comuni soci può essere così sintetizzata:

- Ancona, servizio di igiene ambientale e gestione del servizio di pubblica illuminazione;
- Fabriano, servizio di igiene ambientale con specifico “contratto di servizio”;
- Sassoferrato, servizio di igiene ambientale con specifico “contratto di servizio”;
- Serra De’ Conti, servizio di igiene ambientale con specifico “contratto di servizio”;
- Cerreto D’Esi, servizio di igiene ambientale con specifico “contratto di servizio”.

Per quel che concerne la situazione economico-finanziaria di AnconAmbiente, si riportano di seguito i bilanci riclassificati dell’ultimo triennio:

Stato patrimoniale riclassificato	2021	2022	2023
CREDITI V/SOCI PER VERSAMENTI ANCORA DOVUTI	- €	- €	- €
Immobilizzazioni immateriali	44.967 €	28.302 €	46.895 €
Immobilizzazioni materiali	10.622.372 €	10.396.126 €	10.354.459 €
Immobilizzazioni finanziarie	647.820 €	647.820 €	647.820 €
ATTIVO IMMOBILIZZATO	11.315.159 €	11.072.248 €	11.049.174 €
Rimanenze	602.061 €	556.203 €	567.624 €
Crediti commerciali	3.889.711 €	2.928.805 €	3.378.803 €
Crediti tributari	188.237 €	368.330 €	108.753 €
Imposte anticipate	- €	4.034 €	4.034 €
Altri crediti	40.522 €	25.271 €	20.391 €
Attività finanziarie che non costituiscono immobilizzazioni	- €	- €	- €
Ratei e risconti attivi	27.390 €	29.436 €	201.126 €
Liquidità	1.957.134 €	3.794.674 €	3.606.619 €
ATTIVO CIRCOLANTE	6.705.055 €	7.706.753 €	7.887.350 €
TOTALE ATTIVO	18.020.214 €	18.779.001 €	18.936.524 €
PN	8.281.884 €	8.361.172 €	9.157.546 €
Fondo TFR	1.734.523 €	1.729.074 €	1.542.816 €
Altri fondi	219.442 €	348.563 €	170.179 €
Debiti finanziari oltre il successivo esercizio	891.008 €	2.158.691 €	1.445.696 €
PASSIVITA' CONSOLIDATE	2.844.973 €	4.236.328 €	3.158.691 €
Debiti finanziari entro il successivo esercizio	509.730 €	862.215 €	733.297 €
Debiti tributari e di previdenza	1.006.995 €	1.019.529 €	879.423 €
Debiti commerciali	4.252.299 €	3.167.931 €	3.783.241 €
Altri debiti	974.808 €	951.390 €	1.059.212 €
Ratei e risconti passivi	149.525 €	180.436 €	165.114 €
PASSIVITA' CORRENTI	6.893.357 €	6.181.501 €	6.620.287 €
TOTALE PASSIVO	18.020.214 €	18.779.001 €	18.936.524 €

Conto economico riclassificato	2021	2022	2023
Ricavi delle vendite e prestazioni	27.744.613 €	28.248.200 €	28.936.285 €
Variazioni delle rimanenze e capitalizzazioni	380.743 €	208.568 €	128.856 €
Altri ricavi e proventi esclusi quelli di natura straordinaria	83.948 €	203.290 €	174.348 €
Contributi in c/esercizio	128.590 €	493.096 €	200.742 €
VALORE DELLA PRODUZIONE	28.337.894 €	29.153.154 €	29.440.231 €
Acquisti di beni	2.268.792 €	2.415.217 €	2.329.624 €
Variazione delle rimanenze	- 10.721 €	45.859 €	- 11.422 €
Costi per servizi	10.280.346 €	10.831.462 €	10.573.801 €
Godimento beni di terzi	76.450 €	86.928 €	184.173 €
Oneri diversi di gestione	134.925 €	251.401 €	222.923 €
VALORE AGGIUNTO	15.588.102 €	15.522.287 €	16.141.132 €
Retribuzione e altri oneri del personale	14.186.991 €	13.549.111 €	13.350.503 €
EBITDA	1.401.111 €	1.973.176 €	2.790.629 €
Ammortamenti	1.607.816 €	1.722.160 €	1.649.531 €
Svalutazioni dei crediti e delle immobilizzazioni	5.441 €	509 €	86.924 €
Accantonamenti per rischi e altri	- €	129.120 €	91.857 €
EBIT	- 212.146 €	121.387 €	962.317 €
Proventi finanziari	71.786 €	96.491 €	133.488 €
Oneri finanziari	53.120 €	84.810 €	216.921 €
Utili (perdite) su cambi	- €	- €	- €
Saldo delle rettifiche di valore di attività e passività finanziarie	- €	- €	- €
RISULTATO DOPO LA GESTIONE FINANZIARIA	- 193.480 €	133.068 €	878.884 €
Altri ricavi e proventi di natura straordinaria	337.833 €	- €	- €
Costi e oneri di natura straordinaria	- €	- €	- €
RISULTATO ANTE-IMPOSTE	144.353 €	133.068 €	878.884 €
Imposte	107.477 €	53.780 €	82.509 €
RISULTATO NETTO	36.876 €	79.288 €	796.375 €

Il bilancio al 31 dicembre 2023 evidenzia un utile d'esercizio di euro 796.375, delineando un netto miglioramento rispetto agli esercizi precedenti.

Il valore della produzione aumenta, rispetto al 2022 e al 2021, in funzione dei contratti di servizio esistenti. Infatti, gli scostamenti del fatturato dei servizi di igiene ambientale sono riferiti al riallineamento dei corrispettivi ai PEF trasmessi ed approvati da ARERA, per il periodo Regolatorio 2022-2025, in applicazione del principio di eterointegrazione dei contratti. Lo scostamento positivo registrato dal servizio di pubblica illuminazione è dovuto principalmente ai maggiori ricavi realizzati per effetto dell'adeguamento Istat contrattuale e dell'indicizzazione sul PUN (Prezzo Unico Nazionale dell'energia elettrica). Il minor fatturato relativo ai servizi cimiteriali, registrato nell'esercizio 2023 rispetto all'esercizio 2022, anno in cui il servizio è stato reso per l'intera annualità, è stato determinato dalla cessazione anticipata del servizio avvenuta il 15 ottobre 2023, il quale è stato affidato, da parte del Comune di Ancona, alla partecipata Mobilità e Parcheggio S.p.A..

La combinazione delle oscillazioni descritte determina un incremento del fatturato; tuttavia si registra una riduzione dei ricavi derivanti dai crediti d'imposta per acquisto di energia elettrica in favore di imprese energivore e non energivore, quale contributo straordinario erogato dallo Stato contro il caro bollette. Infatti, mentre nel 2022 la società ha beneficiato di un credito di imposta di euro 375.000, nel 2023 sono stati riconosciuti crediti di imposta solo per un breve periodo dell'anno pari ad euro 159.000.

Per quanto riguarda i costi della produzione, nell'ultimo esercizio si evidenzia una diminuzione dei costi per l'acquisto di materie prime, sussidiarie e di consumo, riferita principalmente al minor costo di carburanti e materiali di pulizia e ricambi su autoveicoli ed attrezzature, compensati da una maggiore spesa per l'acquisto di materiali di consumo per l'attività del servizio di igiene ambientale "porta a porta".

Si riducono anche i costi per servizi, nonostante l'incremento dei costi di manutenzione. Infatti, in generale i costi per servizi si riducono per effetto dei minori costi energetici afferenti alle utenze aziendali e per effetto del maggior risparmio dei costi dell'energia elettrica per il settore della pubblica illuminazione visto il netto decremento dei prezzi del comparto energetico (PUN). In controtendenza, come anticipato, i costi di manutenzione, in aumento per gli interventi manutentivi eseguiti sui mezzi operativi dei servizi di igiene ambientale e su altri beni aziendali, quali attrezzature tecniche e fabbricati.

L'esercizio 2023 vede un'ulteriore riduzione del costo del personale, frutto della politica di gestione ottimale delle risorse umane messa in atto dalla società. In particolare, tale riduzione è dovuta:

- alla diminuzione della dotazione media dell'organico complessivo, laddove l'organico medio dei dipendenti aziendali è aumentato, al netto delle cessazioni intervenute nel corso dell'anno per pensionamenti e dimissioni, mentre quello riferito alla somministrazione lavoro è diminuito;
- alla riduzione del rateo ferie, grazie ad un modello di gestione delle ferie collettive per slots che ha portato ad importanti vantaggi sia organizzativi ed economici;
- al fatto che dal 16 ottobre 2023 i dipendenti del settore cimiteriale, per effetto dell'affidamento del servizio da parte del Comune di Ancona, sono passati alla società Mobilità e Parcheggi S.p.A..

La gestione finanziaria mostra un peggioramento dovuto al maggior carico degli oneri finanziari, ma anche ad un minor dividendo erogato dalla partecipata So.ge.nu.s.. Tuttavia vi segnala un miglior risultato ottenuto dai proventi sui depositi bancari.

Per quanto riguarda gli aspetti patrimoniali e finanziari, la società presenta una struttura in equilibrio.

L'attivo immobilizzato si attesta intorno ad euro 11 milioni e nell'ultimo esercizio non registra grandi variazioni rispetto all'anno precedente. L'attivo circolante è leggermente in crescita rispetto al 2022, sia per l'aumento dei crediti commerciali che per l'incremento della voce ratei e risconti attivi. La liquidità nel 2023 è pari a circa euro 3,6 milioni, in diminuzione rispetto al precedente esercizio.

Il patrimonio netto della società è pari ad euro 9.157.546 nell'ultimo esercizio.

I debiti finanziari a breve e a medio-lungo termine si riducono nel 2023 rispetto all'anno precedente, in quanto alcune quote capitale dei mutui sono state rimborsate nel corso dell'esercizio. Al 31.12.2023 residuano due mutui scadenti entrambi nel 2024, oltre ad un nuovo mutuo assunto nel 2022 con scadenza al 30.06.2028.

Diminuiscono anche il fondo TFR e i fondi rischi, considerata la riduzione dei relativi accantonamenti.

Per quanto riguarda le passività correnti, i debiti tributari e previdenziali si riducono

nell'ultimo bilancio, tuttavia si registra un aumento dei debiti commerciali e della voce altri debiti.

Si espone, di seguito, il bilancio riclassificato di AnconAmbiente al 30.06.2024:

Stato patrimoniale riclassificato	30/06/2024
CREDITI V/SOCI PER VERSAMENTI ANCORA DOVUTI	- €
Immobilizzazioni immateriali	32.344 €
Immobilizzazioni materiali	10.193.800 €
Immobilizzazioni finanziarie	647.820 €
ATTIVO IMMOBILIZZATO	10.873.964 €
Rimanenze	550.599 €
Crediti commerciali	3.556.963 €
Crediti tributari	94.345 €
Imposte anticipate	4.034 €
Altri crediti	146.504 €
Attività finanziarie che non costituiscono immobilizzazioni	- €
Ratei e risconti attivi	76.251 €
Liquidità	4.328.871 €
ATTIVO CIRCOLANTE	8.757.567 €
TOTALE ATTIVO	19.631.531 €
PN	8.630.786 €
Fondo TFR	1.477.337 €
Altri fondi	148.769 €
Debiti finanziari oltre il successivo esercizio	1.261.550 €
PASSIVITA' CONSOLIDATE	2.887.656 €
Debiti finanziari entro il successivo esercizio	491.089 €
Debiti tributari e di previdenza	1.486.442 €
Debiti commerciali	3.426.580 €
Altri debiti	2.534.785 €
Ratei e risconti passivi	174.193 €
PASSIVITA' CORRENTI	8.113.089 €
TOTALE PASSIVO	19.631.531 €

Conto economico riclassificato	30/06/2024
Ricavi delle vendite e prestazioni	15.124.024 €
Variazioni delle rimanenze e capitalizzazioni	205.474 €
Altri ricavi e proventi esclusi quelli di natura straordinaria	57.981 €
Contributi in c/esercizio	88.157 €
VALORE DELLA PRODUZIONE	15.475.636 €
Acquisti di beni	1.151.813 €
Variazione delle rimanenze	17.025 €
Costi per servizi	5.462.791 €
Godimento beni di terzi	99.606 €
Oneri diversi di gestione	141.119 €
VALORE AGGIUNTO	8.603.282 €
Retribuzione e altri oneri del personale	6.566.437 €
EBITDA	2.036.845 €
Ammortamenti	763.693 €
Svalutazioni dei crediti e delle immobilizzazioni	15.000 €
Accantonamenti per rischi e altri	50.000 €
EBIT	1.208.152 €
Proventi finanziari	55.547 €
Oneri finanziari	84.458 €
Utili (perdite) su cambi	- €
Saldo delle rettifiche di valore di attività e passività finanziarie	- €
RISULTATO DOPO LA GESTIONE FINANZIARIA	1.179.241 €
Altri ricavi e proventi di natura straordinaria	- €
Costi e oneri di natura straordinaria	- €
RISULTATO ANTE-IMPOSTE	1.179.241 €
Imposte	150.000 €
RISULTATO NETTO	1.029.241 €

Il bilancio infrannuale esposto presenta valori in linea con il trend economico-finanziario degli ultimi esercizi. Il bilancio al 30.06.2024 chiude con un utile di euro 1.029.241, in linea anche con le previsioni di budget per il periodo.

In generale si può affermare che i risultati di periodo esposti confermano l'andamento positivo della società, sia in termini economici che in termini finanziari e patrimoniali. Anche in questo caso il risultato ottenuto è principalmente dovuto all'aggiornamento biennale dei corrispettivi per i servizi di igiene ambientale secondo le dinamiche di rendicontazione di ARERA.

Dal lato dei costi, occorre monitorare il loro andamento nel secondo semestre 2024, in particolare, il costo del personale ed il fabbisogno di personale in somministrazione lavoro, proprio in funzione del percorso avviato dall'Assemblea Territoriale D'Ambito per l'affidamento al gestore unico.

Infatti, l'esercizio 2024 è e sarà caratterizzato da alcuni avvenimenti che hanno o potranno avere significative influenze in termini di conduzione della gestione.

L'avvenimento principale riguarda il percorso di affidamento in house providing del servizio rifiuti e di igiene ambientale ad un unico gestore. Difatti, nei primi mesi del 2024, la società ha avviato le necessarie interlocuzioni con i soggetti interessati, provvedendo alla trasmissione delle comunicazioni all'Autorità Territoriale D'Ambito.

AnconAmbiente, nelle sedute di Consiglio di Amministrazione, ha dato illustrazione della documentazione inviata ad ATA e delle note trasmesse alle aziende interessate. Ha tenuto incontri con la società Ancona Entrate Srl, con la quale ha sottoscritto un verbale ("*Azienda unica e Sportello Unico del cittadino*") relativo tra l'altro all'acquisto di quote di Ancona Entrate da parte di AnconAmbiente.

Successivamente ha perfezionato gli incarichi per le attività tecniche facenti parte del progetto, riferiti ai piani operativi, all'analisi dei benchmark, nonché alla attività di asseverazione del piano economico e patrimoniale.

Ha dato comunicazione relativamente agli esiti degli incontri con Marche Multiservizi S.p.A. e Marche Multiservizi Falconara Srl.

Infine, dopo aver illustrato tutte le attività realizzate, la società ha comunicato ai propri Soci la volontà di presentare, entro il termine del 31 marzo, la relativa offerta tecnica, affinché l'ATA potesse procedere alla fase istruttoria di propria competenza.

4. I METODI DI VALUTAZIONE: GENERALITÀ ED ASPETTI TEORICI

Come è noto non esistono formule o regole definite cui attenersi per effettuare valutazioni di società, aziende o rami di esse. La dottrina e la prassi professionale hanno tuttavia sviluppato metodologie che riscontrano generale accettazione presso gli operatori e che possono adattarsi alle diverse esigenze valutative.

Le metodologie si differenziano tra loro in quanto pongono l'enfasi su aspetti diversi dell'azienda da valutare. Tali metodiche, seppure in astratto tutte corrette sotto il profilo concettuale, presentano però problemi peculiari nella loro applicazione pratica, derivanti dalla corretta identificazione delle variabili essenziali delle formule sottostanti, nonché dalla concreta reperibilità di fonti informative adeguate.

I metodi di valutazione devono perciò essere opportunamente scelti, a seconda della natura e delle caratteristiche dell'azienda da valutare, delle informazioni disponibili, nonché delle finalità della valutazione stessa.

Il valore, infatti, dipende da molteplici considerazioni proprie delle parti contraenti che, in teoria, ed a seconda dei casi, potrebbero perfino prescindere dagli aspetti patrimoniali, reddituali e finanziari dell'oggetto di negoziazione. Il problema fondamentale della valutazione condotta da un perito indipendente, invece, consiste nell'esprimere sotto forma numerica l'universalità dei fattori che costituiscono nel loro insieme la realtà aziendale. Per quanto sopra specificato, l'obiettivo generale dell'aziendalista in una valutazione è la determinazione del cosiddetto "*valore obiettivo*", cioè del prezzo che in circostanze normali, astraendosi dalle considerazioni delle parti contraenti, dei loro particolari interessi e dello stato di cose esistenti, può essere considerato come "*adeguato*" e prossimo ad un valore effettivo di scambio.

È di conseguenza necessario ricordare che la valutazione di qualsiasi azienda non può risolversi in una mera applicazione di formule, utilizzate in modo meccanico sulla base di dati contabili o extra-contabili. Questa regola generale vale soprattutto nelle scelte dei parametri che entrano nelle formule stesse, scelte che necessariamente sono in parte soggettive, in quanto legate sostanzialmente all'esperienza maturata in questo specifico settore professionale.

Prima di illustrare i metodi che si è deciso di adottare nel caso in questione, è opportuno indicare brevemente i caratteri fondamentali di quelli che vengono

comunemente proposti dalla dottrina e dalla prassi professionale prevalente.

In prima approssimazione si può affermare che il processo valutativo di un'azienda scaturisce da un complesso esame che investe sia la capacità di reddito dell'oggetto di valutazione che la sua struttura patrimoniale. Pertanto, i criteri valutativi si possono ricondurre a distinti procedimenti di calcolo, quali quelli di seguito individuati.

Criteri del costo

I criteri del costo si fondano sull'ipotesi che un investitore razionale attribuisca ad un bene esistente un valore non superiore al suo costo di sostituzione (o di riproduzione). Il costo di sostituzione (o di riproduzione) include gli oneri associati alla costruzione, ai prezzi applicabili alla data di riferimento della valutazione, di beni simili con utilità equivalente.

I criteri del costo trovano di norma applicazione mediante utilizzo dei c.d. metodi patrimoniali.

Tali metodologie consentono di giungere alla valutazione del capitale economico della società tramite la riespressione a valori correnti dei cespiti e di tutti gli elementi attivi e passivi del patrimonio aziendale; il valore dell'azienda (W) corrisponde, pertanto, al valore del patrimonio netto rettificato (K) a valori correnti, in base alla seguente, in apparenza semplice, formula $W = K$.

Il metodo in questione, che ha il pregio di addivenire ad una valutazione del patrimonio aziendale oggettiva e riscontrabile, si caratterizza per la stima analitica a valori correnti di sostituzione: *analitica*, perché effettuata distintamente per ciascun elemento del patrimonio; *a valori correnti*, perché basata sui prezzi di mercato del momento; *di sostituzione*, perché l'ipotesi di base è quella del riacquisto (o della riproduzione) per elementi attivi e della rinegoziazione per quelli passivi.

Nell'ambito dei metodi di valutazione patrimoniali, si distingue normalmente fra i metodi patrimoniali semplici ed i metodi patrimoniali complessi: nei primi non sono considerati ai fini della valutazione i beni immateriali (salvo, eventualmente, valori immateriali per cifre modeste o trascurabili, quali ad esempio disaggi su obbligazioni, costi di aumento di capitale, ecc.); nei metodi patrimoniali complessi si considerano, viceversa, anche i beni immateriali.

Criteri economico finanziari

I criteri economico finanziari si fondano sull'ipotesi che il valore di un bene sia pari al valore attuale dei benefici futuri ottenibili dal suo utilizzo.

I criteri economico finanziari sono di norma applicati mediante l'utilizzo delle metodologie reddituali e finanziarie.

Metodi reddituali

I metodi reddituali fondano il proprio presupposto sulla capacità dell'azienda di generare un flusso reddituale riproducibile in futuro. Il valore del capitale economico (W) viene, dunque, stimato sul piano quantitativo, come funzione del reddito atteso R. La definizione del reddito atteso può avvenire sia facendo riferimento ai dati storici che a quelli espressi dai piani aziendali; in ogni caso, l'obiettivo consiste nel pervenire a risultati che possano essere considerati rappresentativi della futura evoluzione della redditività aziendale (c.d. reddito medio prospettico annuo o dizioni analoghe).

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

Nel primo caso, il valore dell'azienda (W) equivale al valore attuale di una rendita temporanea, in cui "R" è il reddito atteso ed "n" la durata prevista, secondo la seguente formula.

Valore attuale del reddito a durata limitata:

$$W = R \frac{1 - (1+i)^{-n}}{i}$$

Nel secondo caso, il valore dell'azienda (W) equivale al valore attuale di una rendita perpetua di rata costante R calcolata al tasso (i), determinato in base alla seguente formula.

Valore attuale del reddito perpetuo:

$$W = R/i$$

La configurazione del reddito R rilevante, ai fini dell'applicazione del metodo in questione, è quella prospettica, idonea a riflettere le condizioni di redditività attesa

dell'azienda, *media*, vale a dire che l'impresa è stabilmente in grado di produrre, e *normalizzata*, ossia depurata dalle componenti straordinarie non ripetibili o, comunque, estranee alla gestione. Pertanto, nella configurazione del reddito R rilevante deve essere eliminata ogni componente negativa la cui appostazione è dettata esclusivamente dall'esigenza di ridurre il reddito imponibile ai fini dell'imposizione fiscale, ovvero dall'intento di attuare determinate politiche di bilancio.

Il reddito *medio normale* deve essere, infatti, calcolato con riferimento a condizioni normali di svolgimento della gestione ed, in particolare, a condizioni di indebitamento "*regolari*" e non eccezionali, in assenza di situazioni particolarmente favorevoli o sfavorevoli, e consegue da una redistribuzione nel tempo dei componenti straordinari (plusvalenze e minusvalenze patrimoniali, rettifiche di costi e ricavi di precedenti esercizi, ecc.); il medesimo, inoltre, deve essere determinato al netto degli oneri tributari anche potenziali e dei compensi figurativi diversi dalla remunerazione del capitale proprio e delle eventuali partecipazioni agli utili spettanti a terzi. Il tasso di attualizzazione (i) utilizzato incorpora il compenso derivante dal semplice trascorrere del tempo (sostanzialmente pari al rendimento riconosciuto ad attività prive di rischio) ed altresì l'adeguata remunerazione del rischio d'impresa.

In particolare, il tasso di puro interesse, relativo agli impieghi di capitale a rischio nullo, è generalmente determinato con riferimento ai rendimenti dei titoli di debito pubblico a scadenza non breve, ovvero allineata alla presunta durata della società.

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

- 1* condizioni generali, ovvero congiuntura economica, inflazione, situazione politico – sociale del paese, ecc.;
- 2* condizioni settoriali, ovvero struttura del mercato di appartenenza, condizioni varie di instabilità del settore, ecc.;
- 3* condizioni aziendali, ovvero solidità patrimoniale, livello e composizione dell'indebitamento, situazione di liquidità variabilità dei risultati operativi della gestione, ecc...

Metodi finanziari

I metodi finanziari ravvisano nella capacità dell'azienda di produrre flussi di cassa l'elemento fondamentale ai fini della valutazione. In particolare, il valore di un'azienda è il risultato della somma algebrica del valore attuale dei flussi di cassa che la stessa sarà in grado di generare in futuro (c.d. Discounted cash flow, in acronimo DCF).

Il tasso di attualizzazione utilizzato per scontare, al valore attuale, i flussi di cassa attesi in futuro può essere il tasso di rendimento del capitale di rischio, ovvero il costo medio ponderato del capitale, a seconda della configurazione di flusso di cassa considerata (equity side vs asset side).

Tali metodi trovano spesso applicazione nei casi in cui sono disponibili proiezioni economiche e patrimoniali di medio-lungo termine e sono generalmente considerati molto affidabili.

Criteri di mercato

I criteri di mercato si basano sull'assunto che il valore di un bene sia determinabile con riferimento al prezzo fatto in scambi di beni similari avvenuti nel recente passato.

I criteri di mercato sono di norma applicati mediante utilizzo delle metodologie riferibili ai multipli di borsa o a transazioni comparabili.

Metodo dei multipli di borsa

Il metodo dei multipli di borsa consiste nel raffrontare il valore della società da valutare comparativamente con quello di società quotate similari. Tale metodo è normalmente utilizzato per la valutazione di aziende con titoli non quotati su mercati regolamentati, ma che abbiano caratteristiche in qualche misura assimilabili a società quotate.

Il metodo dei multipli trova fondamento nei dati espressi dalle transazioni di mercato per beni omogenei, e quindi comparabili, a quello oggetto della valutazione. Tale metodo si sostanzia nell'applicazione di una percentuale o di un moltiplicatore ad una grandezza economica (di solito il reddito netto, il reddito operativo, il margine operativo lordo, l'ebit, l'ebitda, ecc..) ritenuta significativa ed in grado di esprimere il valore del bene. A ciò si applicano normalmente dei correttivi (sconti) per tenere conto del diverso grado di liquidabilità delle società prese in considerazione.

Metodi delle transazioni comparabili

I metodi delle transazioni comparabili consistono nel riconoscere all'azienda un valore pari ai prezzi fatti in transazioni recenti fuori mercato, aventi per oggetto aziende simili. Il problema, a questo proposito, è ovviamente quello di disporre di informazioni adeguate.

Criteri misti

I criteri misti si fondano sull'idea che il valore di un bene dipenda sia dal suo costo di sostituzione (o di riproduzione), sia dalla sua capacità di produrre benefici economici futuri. Tali criteri sono di norma applicati mediante utilizzo di combinazioni di metodi sia patrimoniali che reddituali. Tra i metodi misti una delle metodologie più diffuse è appunto quella del *metodo misto patrimoniale-reddituale con stima autonoma dell'avviamento*.

Questo metodo, che attua una sorta di mediazione tra i pregi e i difetti dei criteri patrimoniali e reddituali, consente di considerare, nel processo valutativo, tanto la consistenza patrimoniale dell'azienda, quanto le sue prospettive di reddito: la stima è idonea, pertanto, a riflettere gli elementi di obiettività e verificabilità propri dell'analisi patrimoniale (valutazione dell'attivo, ivi compresi i beni e i diritti, al netto dei capitali dei terzi investiti in azienda), senza tuttavia trascurare le attese reddituali, concettualmente più rappresentative del valore economico dell'azienda.

Il medesimo prevede, in concreto, la determinazione del valore del patrimonio dell'azienda, mediante la verifica della consistenza delle attività investite in azienda, al netto delle passività, a cui si aggiunge l'avviamento che rettifica in aumento (*goodwill*) o in diminuzione (*badwill*) il valore patrimoniale netto rettificato.

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

5. METODO DI STIMA ADOTTATO PER LA DETERMINAZIONE DEL VALORE DI ANCONAMBIENTE S.P.A.

Si espongono di seguito le principali motivazioni alla base della scelta metodologica operata dallo scrivente ai fini della determinazione del valore della società

AnconAmbiente S.p.A., a cui si aggiunge la precisazione che sarà il medesimo metodo che verrà adottato nella valutazione delle altre società interessate alla operazione di conferimento a cui si è fatto riferimento prima.

La valutazione di AnconAmbiente, in sostanza, serve per attribuire un valore comparabile a quello dei rami di azienda che verranno conferiti, così da evitare che si possano determinare “*valori di concambio*” fondati su elementi eterogenei, che rischiano di creare iniquità tra Comuni soci al momento del conferimento.

È utile ricordare che i Principi Italiani di Valutazione (PIV), in tema di conferimento, precisano quanto segue: “*IV.5. Conferimenti e trasformazioni. Premessa. In questa sezione viene affrontato il tema della valutazione dei conferimenti in natura disciplinato dagli artt. 2343, 2343-ter e 2465 c.c. Poiché l’art. 2500 c.c. relativo alle trasformazioni, espressamente rinvia agli artt. 2343 e 2465, gli stessi principi trovano applicazione nel campo delle trasformazioni.*

(...). Sotto il profilo della sostanza economica, i conferimenti possono essere distinti in due principali categorie in relazione alle caratteristiche della società beneficiaria:

- 1) conferimenti a favore di una conferitaria neocostituita;*
- 2) conferimenti a favore di una conferitaria già operativa.*

In entrambi i casi, la valutazione di conferimento è finalizzata a garantire i creditori e i terzi dell’effettiva sussistenza del capitale della conferitaria; tuttavia, nel caso di conferitaria già operativa, il conferimento richiede anche che sia garantito nella valutazione un equilibrio negoziale fra valore del conferimento e valore delle nuove azioni emesse a servizio del conferimento, del tutto simile a quello che si realizza nel caso delle fusioni.

La valutazione non può considerare comunque valori potenziali, ma solo valori in atto”.

Ancora, sempre per i PIV:

“Sotto il profilo valutativo è importante anche distinguere fra conferimenti che hanno per oggetto un insieme (non organizzato) di beni o piuttosto un’azienda o un ramo di azienda. La principale differenza fra singoli beni e aziende (o rami) attiene al fatto che solo a queste ultime/i può essere eventualmente associato avviamento. Nel caso di conferimento di un insieme organizzato di beni bisogna poi distinguere fra

conferimenti di aziende e conferimenti di rami di azienda. La principale differenza in questi casi attiene al fatto che nel caso di conferimento di azienda l'esperto normalmente dispone d'informazione storica in merito alle performance (conto economico) del compendio conferito mentre nel caso dei rami spesso questa informazione non è disponibile. Inoltre nel caso del conferimento dei rami è spesso necessario anche normalizzare il reddito atteso del perimetro conferito quando il ramo è un segmento operativo di un'azienda preesistente, modificato: nell'aspetto patrimoniale, aggiungendo togliendo alcune attività o passività in sede di formazione dell'apporto; oppure nell'aspetto gestionale, aggiungendo o togliendo prodotti, mercati, clienti, know-how, personale, ecc."

Fatta questa premessa, tornando all'applicazione del metodo di valutazione, come già accennato, nessuna delle metodologie precedentemente esposte può considerarsi in assoluto preferibile rispetto alle altre. Tutti i metodi utilizzati nella prassi professionale possiedono infatti pregi e difetti, e nessuna scelta metodologica può essere esente da critiche.

In generale la scelta del metodo di valutazione deve quindi essere effettuata tenendo in considerazione:

1. le caratteristiche specifiche e la situazione dell'azienda oggetto di valutazione;
2. lo scopo per cui è stata richiesta la valutazione;
3. la qualità ed il grado di dettaglio delle informazioni disponibili.

La scelta dei criteri e dei metodi di valutazione è inoltre influenzata dalle finalità e dal contesto della valutazione, nonché dalla qualità delle informazioni disponibili.

Le finalità determinano in misura incisiva la scelta dei criteri. È chiaro che le prospettive di cessione di una società possono portare a scelta di metodi molto orientati al mercato, quali i multipli, mentre in un conferimento si è di regola più propensi a scegliere tecniche più prudenziali, quali i metodi patrimoniali. Nel caso di un recesso, ancora, si esclude per prassi prevalente l'adozione di premi/sconti di maggioranza, in altri casi, invece, ne è tipica ed opportuna l'adozione.

In quanto alle informazioni disponibili, se la società è dotata di un piano industriale, questo consente la possibilità di optare per un approccio basato sui flussi, siano essi reddituali (metodo reddituale) o finanziari (DCF). Nel caso di specie, non sono

disponibili dei piani industriali.

Per altro il DCF, visto il metodo tariffario in vigore, crea significative disparità tra le aziende che stanno investendo e quelle più consolidate, che si trovano a non dover subire il gap temporale tra le uscite determinate dagli investimenti ed il loro riconoscimento in tariffa.

I flussi, ancora, sono tipicamente correlati ad una visione lucrativa della gestione aziendale, la qual cosa mal si concilia con la natura delle società in house, che operano in una logica di mantenimento dell'equilibrio e che, ove dimostrassero entrate e ricavi significativi, si vedrebbero inevitabilmente costrette a contenere le tariffe negli anni successivi.

Per la medesima ragione, dopo attenta riflessione, ci sentiamo di escludere i metodi empirici, e segnatamente quello di più semplice e diffusa applicazione, ovvero il metodo dei multipli, anche se è pur vero che riconoscere un adeguato peso al fatturato aziendale è in certa misura necessario, dato il valore che esso rappresenta, cosa che cercheremo comunque di effettuare.

I multipli, infatti, hanno una vocazione fortemente di mercato e, dato il contesto, non ci paiono rispondenti alle finalità di un conferimento in natura, né del valore di recepimento dello stesso. In questi casi è opportuno muoversi con estrema prudenza, onde evitare di correre il rischio di annacquare il patrimonio netto aziendale risultante dalla operazione. Per altro i multipli portano a valori estremamente volatili e tengono conto di riferimenti di mercato finanziario che non possono avere riscontro in delle società pubbliche organizzate secondo il modello dell'in house providing.

Tenendo conto delle informazioni forniteci e della finalità della valutazione, nel caso di specie, consapevoli della necessità di effettuare una scelta coerente con l'operazione in corso, la nostra preferenza ricade sul metodo patrimoniale complesso, giacché esso, oltre ad essere un metodo razionale e obiettivo, tiene in qualche misura conto delle componenti immateriali, esprimibili in certa misura dalla capacità della azienda di essere attrattiva e di generare ricavi, qui esprimibile come valore del marchio o, in altri termini, di avviamento.

Pertanto, l'applicazione del metodo patrimoniale complesso ci pare il metodo preferibile dato il contesto di cui si tratta.

Secondo il metodo patrimoniale complesso, come noto, si misura in prima battuta il

patrimonio netto rettificato, frutto della riespressione dei valori di bilancio a valori di mercato. Ad esso viene sommato appunto il valore di avviamento (I), inteso come valore di “*intangibile*” di sintesi.

Vale la pena di ricordare che, nella prassi professionale, normalmente si tende ad utilizzare, nell’ambito di uno stesso processo di stima, un metodo principale ed uno di controllo. In linea di principio, infatti, questo serve a confermare la correttezza del metodo principale. Nel caso di specie, alla luce del fatto che non ci paiono adatti gli altri metodi sopra elencati, ovvero, né quelli fondati sui flussi né quelli empirici, a dare una corretta misura del valore della società (e delle società oggetto della operazione complessivamente intesa) non si procederà all’applicazione di un metodo di controllo, affidandosi, quindi, al solo metodo patrimoniale complesso. Questo approccio valutativo, per altro, è certamente prudente e pare, quindi, adatto ad un conferimento di rami di azienda che coinvolge solo società in house, che sono, pertanto, poco in sintonia con metodiche più orientate al mercato.

Si procede, ora, alla determinazione del valore di AnconAmbiente S.p.A., procedendo prima all’applicazione del criterio delle royalties e poi alla determinazione del patrimonio netto rettificato.

6. IL METODO PATRIMONIALE COMPLESSO E IL CRITERIO DELLE ROYALTIES

Come si è detto, una evoluzione del metodo patrimoniale semplice è rappresentata dal c.d. “metodo patrimoniale complesso”. In questo caso, oltre ai beni materiali dell’azienda, vengono presi in considerazione anche quelli immateriali, i cosiddetti “*intangibles*”, che siano essi già contabilizzati o meno¹.

Valutare il capitale economico di un’azienda applicando il metodo patrimoniale semplice vuol dire misurare solo i beni materiali ed ignorare quegli elementi immateriali che sono i veri fautori del successo competitivo dell’azienda.

Infatti, gli intangibles assumono un ruolo significativo nel conseguimento di valore e di vantaggio competitivo di un’azienda; ma per poter essere ricompresi nel processo di valutazione aziendale, devono possedere alcuni requisiti, fra i quali: essere negoziabili ovvero trasferibili, poiché nella logica del sistema patrimoniale non ha

¹ cfr. S. Pozzoli, Valutazione d’azienda, Milano. Ipsosa, 2024.

senso misurare il valore di un bene che non può essere ceduto singolarmente considerato; il loro valore deve essere determinabile, in base alle metodologie elaborate dalla prassi aziendale; la loro utilità deve essere ragionevolmente durevole, e devono quindi consistere in immobilizzazioni.

Normalmente, tali assets si dividono in due categorie, ovvero gli intangibles di marketing (quali ad esempio il logo della società, il marchio, le insegne, ecc.) e gli intangibles tecnologici (quali ad esempio know how, software, brevetti, data-base, investimenti in R & S).

La formula che esprime da un punto di vista quantitativo il valore del capitale economico, applicando il metodo patrimoniale complesso, è la seguente²:

$$W = K' + I$$

dove:

K' = valore del capitale netto rettificato;

I = valore dei componenti immateriali non contabilizzati.

Il valore del capitale netto rettificato è in sostanza il risultato dell'applicazione del metodo patrimoniale semplice. La logica alla base del metodo patrimoniale è quella di pervenire alla stima del valore attraverso l'espressione a valori correnti delle poste attive e passive del patrimonio. In formula:

$$W = K'$$

laddove:

W = valore economico dell'azienda determinato con il metodo patrimoniale semplice

K' = valore del patrimonio netto rettificato.

In base a tale criterio, il valore corrente teorico di una società è dato dalla somma algebrica del valore del patrimonio strumentale. Il primo passaggio nell'applicazione di questa metodologia consiste nell'esprimere a valore corrente tutte le poste dell'attivo e del passivo dello stato patrimoniale; in questo modo si giunge alla determinazione di un patrimonio netto espresso a valori correnti detto "patrimonio

² cfr. S. Pozzoli, Valutazione d'azienda, Milano. Ipsa, 2024.

netto rettificato”.

Il patrimonio netto rettificato K' è il risultato, quindi, di una valutazione al valore corrente di mercato, in ipotesi di continuità di gestione, di tutte le attività debitamente diminuite di tutte le passività.

Tale valutazione si articola generalmente nelle seguenti fasi:

1. identificazione del patrimonio netto contabile (i);
2. accertamento delle eventuali differenze fra il valore corrente ed il valore contabile delle attività e delle passività patrimoniali (ii);
3. applicazione della fiscalità latente sui plusvalori determinati (iii);
4. calcolo del patrimonio netto rettificato (iiii).

La misura del patrimonio netto contabile non solleva generalmente problemi applicativi, in quanto si risolve nel sommare al capitale versato le riserve di natura patrimoniale risultanti in bilancio. Tale importo viene poi integrato dal risultato netto del periodo di riferimento.

Per quanto riguarda, invece, il valore dei componenti immateriali non contabilizzati, nella prassi esistono tre principali categorie di approcci valutativi per gli intangibles, che sono in sostanza delle varianti dei metodi tradizionali (flussi, multipli, empirici, ecc.) capaci di adattarsi maggiormente alla realtà oggetto di valutazione³. Questi possono essere classificati come:

- I. Approccio del costo – si fa riferimento al costo storico oppure al costo di riproduzione. Rientrano in tale approccio i criteri analitici basati sul costo;*
- II. Approccio del risultato differenziale - si aggiornano i redditi differenziali o si stima il costo della perdita. Rientrano in tale approccio i criteri analitici economici;*
- III. Approccio del mercato - si fa riferimento ai metodi più utilizzati per il calcolo del valore del marchio. Rientrano in tale approccio i criteri empirici.*

“I criteri analitici basati sul costo” a loro volta si distinguono in “criterio del valore

³ cfr. S. Pozzoli, Valutazione d’azienda, Milano. Ipsa, 2024.

residuo dei costi sostenuti per ottenere i beni” e in “criterio dell’attualizzazione dei costi da sostenere per riprodurre i beni”, laddove il primo consiste nell’individuazione dei costi sostenuti per l’acquisizione del bene e nella sua successiva espressione a valori correnti, al netto degli ammortamenti, in modo da tenere conto della vita media residua del bene; mentre il secondo consiste nella stima dei costi necessari a riprodurre i beni, e può essere effettuata identificando tutti i costi effettivamente necessari alla riproduzione e quindi, ove si trattasse di stimare il valore del marchio aziendale, si tratta di identificare i costi per tutte le spese pubblicitarie e promozionali sostenute per la diffusione del marchio (spot pubblicitari su media, cartelloni affissi nelle città, iniziative promozionali, ecc.).

“I criteri analitici economici” mirano invece all’attualizzazione dei redditi spettanti al possessore dei beni o, in alternativa, delle perdite che si subirebbero in caso di cessione del bene. L’applicazione di questo metodo può essere espressa dalla formula sotto riportata che permette l’attualizzazione dei benefici (intesi come differenza fra ricavi e costi connessi) relativi al bene oggetto di stima.

$$BI = (R - C) an^{-i}$$

dove:

BI = valore dell’intangibile che si vuole stimare

R = ricavi attesi e derivanti dal possesso dell’intangibile (i ricavi che ci si attende di ottenere relativamente allo sfruttamento del marchio)

C = costi di mantenimento dell’intangibile (le spese pubblicitarie da sostenere per evitare un deprezzamento / indebolimento del marchio)

n = numero di anni per cui si prevede di poter sfruttare l’intangibile (il marchio)

i = tasso di interesse per l’attualizzazione

È possibile anche cercare di misurare il decremento dei ricavi, e quindi le perdite, che privarsi del bene comporterebbe, per stimare il costo opportunità che determinerebbe la cessione dell’intangibile (ad esempio il calo delle vendite in seguito alla cessione del proprio marchio). In questo caso si procede ad attualizzare le perdite presunte:

$$BI = L an^{-i}$$

dove:

BI = valore dell'intangibile da stimare

L = sono le perdite che si prevede di dover subire negli anni successivi alla cessione dell'intangibile

n = numero di anni necessari a ricostituire la situazione di mercato ante cessione

i = tasso di interesse per l'attualizzazione

In realtà, sia nel caso degli approcci del costo che di quelli fondati sui flussi, si tratta di metodiche molto teoriche e, soprattutto, estremamente discrezionali, quando non del tutto arbitrarie. Per questa ragione, nella prassi professionale, sono molto più diffusi i metodi empirici.

Trai "metodi empirici o di mercato" vi rientrano, secondo i PIV (III.5.10), il "criterio delle transazioni comparabili" ed il "metodo delle royalties".

Il "criterio delle transazioni comparabili" determina il valore del bene intangibile sulla base di multipli desunti da transazioni aventi per oggetto beni simili. A causa della eterogeneità dei beni immateriali può essere difficile identificare beni immateriali comparabili. Infatti, è spesso necessario in questi casi procedere a rettificare i multipli per considerare quegli aspetti che appartengono al bene oggetto di transazione e non al bene oggetto di valutazione e viceversa.

Il "criterio delle royalties" di mercato di beni comparabili determina il valore del bene sulla base del valore attuale delle royalties riconosciute su beni comparabili.

Questo è il metodo che, a parere di chi scrive, è di regola il più affidabile. In tal caso il valore del marchio o del brevetto è ricavato attualizzando la percentuale di royalties ottenibile dalla concessione degli stessi per un ragionevole numero di anni.

Come è noto sono disponibili servizi quali, *RoyaltySource* (<https://royaltysource.com/>) ed altri, che consentono di avere una indicazione empirica sul tasso da applicare ai fatturati attesi, che andranno poi attualizzati.

Si noti che la dottrina prevalente ritiene che il flusso debba essere sempre calcolato al netto delle imposte, come meglio verrà spiegato nel prosieguo.

Ai fini della presente perizia di stima si è scelto di adottare un approccio empirico, in particolare il cosiddetto “*criterio delle royalties*”, per far emergere un *intangibile asset*, in particolare un *avviamento*.

Il tasso di royalties può assumere valori molto diversi in funzione del settore merceologico di riferimento, della forza del marchio e del grado di concorrenzialità del settore medesimo.

Il criterio delle royalties si esplica, fondamentalmente, nell’applicazione della seguente formula:

$$W_M = \sum_{t=1}^n \frac{F_t \cdot r}{(1+i)^t}$$

dove:

W_M = valore economico del marchio;

r = percentuale dei flussi di fatturato attesi, attribuibili alla royalty da valutare;

F_t = valore normalizzato dei fatturati attesi;

n = vita utile del bene immateriale;

i = tasso di attualizzazione.

Nel caso di specie, lo scrivente procederà prima alla stima autonoma dell’avviamento (I) con il metodo delle royalties e successivamente alla determinazione del patrimonio netto rettificato (K’). Questo, per comodità di calcolo, giacché il valore I rientra nel K’ ed è quindi prodromico alla determinazione del valore economico della società.

7. IL CRITERIO DELLE ROYALTIES E LA STIMA AUTONOMA DELL’AVVIAMENTO

Si procede, dunque, all’individuazione delle variabili necessarie per il calcolo dell’intangibile asset secondo il criterio delle royalties:

- “ n ”, ovvero la vita utile da considerare;

- “Ft”, ovvero il fatturato atteso;
- “r”, ovvero il royalty rate;
- “i”, ovvero il tasso di attualizzazione.

Si ritiene ragionevole stimare la vita utile (*n*) dell’intangibile in 5 anni, non trattandosi propriamente di marchio, ma di avviamento, ovvero di attitudine dell’azienda a produrre valore. Si considera prudentiale l’orizzonte temporale 2024-2028 sul quale costruire i fatturati attesi del periodo in esame, tenendo conto che la data di riferimento della perizia è il 30.06.2024 e che le attualizzazioni verranno operate con riferimento a tale data.

Non potendo utilizzare i valori del piano industriale, si procede alla costruzione del dato di fatturato atteso (Ft) e si ritiene congruo utilizzare, nell’orizzonte temporale scelto, un valore pari al fatturato 2023 del solo servizio “Rifiuti ed igiene ambientale” di euro 23.654.404. Di seguito una tavola di sintesi, estratta dalla nota integrativa al bilancio 2023, dei ricavi delle vendite per area di attività, dalla quale sono stati desunti i valori del fatturato del servizio “Rifiuti ed igiene ambientale”:

Suddivisione dei ricavi delle vendite e delle prestazioni per categoria di attività

(Rif. art. 2427, primo comma, n. 10, C.c.)

Categoria di attività	Valore esercizio corrente
Comune di Ancona per Igiene Ambientale e servizi su chiamata	17.007.220
Da Comune di Ancona per servizi di Pubblica Illuminazione	4.246.578
Da Comuni per servizi di Igiene Ambientale	5.168.706
Da Comune di Ancona – Servizi Cimiteriali	604.050
Cessioni di materiali	1.478.478
Altre	431.253
Totale	28.936.285

Pertanto, il fatturato atteso (Ft) nel periodo 2024-2028 si stima pari ad euro 23.654.404.

Per quanto riguarda il valore delle royalties relative al settore dei rifiuti, si è ritenuto opportuno valutare i report redatti e prodotti dalla società Royalty Source.

Interrogando, infatti, il sito web della Royalty Source⁴, si è fatta richiesta di un report che potesse fornire il tasso di royalty specifico del settore dei rifiuti.

La ricerca condotta nell'ambito dell' "Environmental Waste Management Related" da parte della Royalty Source ha prodotto alcuni report sulla base di un campione di aziende, europee e statunitensi, militanti in svariati settori della gestione del rifiuto (dal trattamento e recupero del rifiuto domestico, alla conversione in energia e fertilizzanti del rifiuto industriale, alla bonifica delle acque reflue, ecc.), che hanno portato lo scrivente ad individuare un tasso di royalty giudicato congruo ai fini della presente perizia.

La scelta di rivolgersi ad un operatore internazionale specializzato è funzionale alla necessità di circoscrivere, per quanto possibile, la discrezionalità della scelta del tasso di royalties da applicare, così da evitare di fare un generico riferimento ad una prassi aziendale.

Di seguito una sintesi dei tassi di royalties selezionati tra quelli forniti dalla Royalty Source (in sostanza si sono presi solo quelli relativi al mondo occidentale):

Royalty Rate, % (high range)	Royalty Rate, % (low range)	Royalty Base
5	1	Revenue
5	5	net sales
5	5	sales
2,5	2,5	gross sales
8	8	gross sales
5	5	sales
10	10	gross revenue
5	5	gross revenue
6	6	gross revenue
9	9	gross revenue
5	1	sales
2	2	gross revenue
1	1	sales
5	5	net sales
5	5	gross revenue
5	5	gross revenue
5	5	gross sales
5	5	gross sales
5	5	gross sales
5	5	gross sales

Analizzando i tassi, si è ritenuto opportuno anzitutto non considerare i tassi relativi alla c.d. "high range" e di focalizzarsi prudenzialmente solo su quelli inclusi nel "low range". Ancora, si è deciso di non considerare i tassi di royalties superiori al 5%, tenuto

⁴ <https://www.royaltysource.com/>

conto anche del fatto che il “Green Book 2023” redatto da Fondazione Utilitatis⁵ identifica un ebit medio per il settore dei rifiuti pari al 5%. Pare, dunque, ragionevole, individuare quale valore di riferimento il valore medio fra i tassi di royalties compresi tra l’1% ed il 5% presenti nel “low range”, ottenendo così un **royalty rate del 3,91%**.

Diventa, a questo punto, essenziale individuare il tasso di attualizzazione da utilizzare nella valutazione corrente. Il tasso è, infatti, uno degli elementi fondanti dell’impianto valutativo e dalla sua corretta determinazione dipende ampiamente la qualità dell’output finale e la misura del valore dell’azienda. Tra i precetti chiave per determinare il tasso si ricorda in particolare la coerenza fra tasso e flussi in termini di natura del flusso, nell’ipotesi in cui la valutazione si basi su flussi disponibili per la proprietà aziendale allora si ricorre ad un tasso che esprime unicamente il costo dei mezzi propri, c.d. valutazioni equity side; mentre se la valutazione ha ad oggetto flussi monetari operativi unlevered, c.d. valutazione asset side, si utilizza il tasso nella configurazione del costo medio ponderato del capitale (Wacc), quale sommatoria di due fattori: il costo del capitale proprio ed il costo del capitale di terzi.

Quando si applica il metodo finanziario, i flussi di cassa attesi generati dall’impresa sono scontati al loro valore attuale utilizzando un tasso di rendimento che rifletta il rischio relativo dell’investimento, così come il valore finanziario del tempo. Questo rendimento è un tasso complessivo basato sui tassi di rendimento del capitale proprio e del debito finanziario.

Questo rendimento, noto come *Costo Medio Ponderato del Capitale (Wacc)*, è calcolato ponderando i rendimenti richiesti del debito e del capitale proprio sulla base di una struttura obiettivo del capitale.

La formula generale per il calcolo del Wacc è:

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

dove

Wacc = costo medio ponderato del capitale investito;

K_d (1-t) = costo del capitale di debito dopo le imposte;

D/D+E = valore di mercato del capitale di debito in percentuale rispetto al capitale

⁵ GREEN BOOK 2023 – Fondazione Utilitatis

investito totale (somma di debito e patrimonio netto);

Ke = costo del capitale di rischio;

E/D+E = valore di mercato del capitale di rischio in percentuale rispetto al capitale investito totale.

Secondo la prassi professionale, nella determinazione del tasso si deve tener conto di due fattori:

- I. la remunerazione per il differimento temporale, il c.d. price of time, vale a dire la ricompensa per la rinuncia al consumo nell'immediato di una disponibilità liquida della quale l'investitore si priva per acquisire un'attività;
- II. la remunerazione per il rischio legata alla probabilità di manifestazione o meno del flusso che discende dalla detenzione di una certa attività, cioè il frutto dell'investimento.

Vari sono i modelli e le teorie elaborate dalla comunità finanziaria per attribuire oggettività alla selezione del premio, ma il modello più accreditato che si rinviene nella prassi aziendalistica per la misurazione del costo del capitale netto è il *Capital Asset Pricing Model (CAPM)*.

Infatti, i PIV al punto III.1.44 precisano che *“Ai fini della determinazione del costo dei mezzi propri, è normalmente utilizzato il Capital Asset Pricing Model (CAPM), il quale è basato su ipotesi la cui plausibilità nel caso oggetto di esame deve essere vagliata dall'esperto. L'utilizzo di eventuali correttivi al CAPM, oppure di altri modelli, deve essere segnalato”*.

Nonostante i limiti del CAPM, l'OIV invita comunque a non allontanarsi da questo modello perché tale scelta potrebbe ridurre il grado di oggettività e di dimostrabilità della stima.

Il CAPM, come noto, è funzione di tre fattori legati dalla formula sotto riportata:

- risk free rate (Rf);
- risk premium (Rm - Rf);
- beta (β) coefficiente di rischiosità sistematica non diversificabile

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

Il modello CAPM consente di trovare il rendimento di un investimento (un'attività) mediante la somma fra il free risk ed un premio di rischio che esprima il rischio non diversificabile. Come si può osservare dalla formula, il premio dipende dalla rischiosità sistemica dell'azienda oggetto di valutazione la cui misurazione viene affidata al coefficiente beta. Dunque, la formula del CAPM può essere scomposta come segue:

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

fattore tempo rischio sistemico

In ogni caso secondo i PIV punto (III.1.45): *“In sede di applicazione del CAPM, l'esperto deve prestare grande attenzione alle tre principali variabili fondamentali: il tasso esente da rischio (il così detto risk free rate), il premio per il rischio di mercato, il coefficiente β appropriato (come indicatore del rischio sistemico) all'azienda o al ramo d'azienda da valutare. L'individuazione di queste grandezze deve essere coerente con il contesto, con il mercato, e con le particolari caratteristiche dell'entità oggetto di stima”*. Il risk free rate, vale a dire la prima componente del CAPM, ovvero quel tasso a cui si aggiunge un premio per il rischio per determinare il rendimento atteso di un investimento rischioso, costituisce il rendimento riconosciuto in un mercato in equilibrio per prestiti considerati non incerti. Questa componente del modello viene associata al rendimento dei titoli di Stato. Quindi l'assunzione del rendimento di un titolo di stato può rappresentare una buona approssimazione del risk free rate, ovviamente se ci stiamo riferendo ad aziende operanti in Paesi in cui lo Stato Sovrano è ragionevolmente solido.

La seconda componente del CAPM, come si è detto, è il premio per il rischio che rappresenta il rendimento richiesto in media dagli investitori per spostarsi dall'investimento privo di rischio (titolo di stato) ad un investimento genericamente definibile quale rischioso (titolo azionario).

Il premio per il rischio rappresenta quindi la differenza tra il rendimento del mercato ed il rendimento di un investimento in titoli privi di rischio (risk free rate). Secondo i

PIV *“il premio per il rischio dovrebbe essere una grandezza che l’esperto estrae direttamente tramite un approfondimento in merito agli andamenti di mercato”*. In concreto, nella prassi professionale, si registra la consuetudine di determinare il premio basandosi sull’extrapolazione di dati storici resi disponibili da banche dati come quella della Ibbotson Associates che raccoglie anche informazioni sui rendimenti di azioni e di titoli di stato a breve e a lungo dal 1926 ad oggi⁶.

L’ultimo elemento da considerare nel modello CAPM è il fattore beta (β) che rappresenta la misura del rischio sistemico da associare al flusso da valutare in relazione alla volatilità del suo rendimento rispetto a quello del mercato⁷. Il coefficiente beta misura la rischiosità specifica della singola azienda o, in subordine, del settore operativo, vale a dire il rischio che l’investitore sopporta investendo in una determinata società anziché nel mercato nel suo complesso.

Il beta è funzione essenzialmente di tre variabili: tipo di attività dell’impresa, intensità della leva operativa, intensità della leva finanziaria⁸. Quanto al settore, un business sensibile alle condizioni di mercato presenta ovviamente un beta maggiore.

Tecnicamente, la stima del coefficiente beta si basa sulla regressione dei rendimenti del titolo oggetto di stima rispetto ai rendimenti del portafoglio di mercato; la difficoltà di determinare il beta è particolarmente evidente per le società non quotate, dove non esiste un coefficiente espresso dal mercato, questo soprattutto in mercati poco sviluppati come quello italiano. Esemplificando, ad un’azienda di minori dimensioni, che non presenta particolari vantaggi competitivi, corrisponde di regola un coefficiente beta più elevato.

Il beta può assumere un valore compreso tra 0 e 2, il beta medio di tutti gli investimenti, ponderato per la capitalizzazione di mercato, nel CAPM è pari a 1.

Dunque, il beta che stimiamo per un’attività dovrebbe misurare il rischio aggiunto da quell’attività ad un portafoglio diversificato. Un’azienda con beta inferiore ad 1 si può considerare esposta in modo modesto al rischio di mercato, diversamente da quella che presenta un coefficiente superiore ad 1.

⁶ Una fonte gratuita e molto aggiornata, inoltre, si ritrova nelle pagine web gestite da Aswath Damodaran, professore di Finanza presso la Stern School of Business della New York University ed autore di moltissime pubblicazioni in tema di valutazione aziendale (<http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>). Una sezione del suo “Damodaran on line” è appunto dedicata ad informazioni quantitative di mercato.

⁷ Guida alla Valutazione, Borsa Italiana.

⁸ La stima dei parametri di rischio Aswath Damodaran.

Alcuni analisti, una volta ottenuto il rendimento atteso, rettificano il risultato per tenere conto dei limiti del modello. Alcuni studi sul CAPM hanno messo in evidenza che esso tende a sottostimare il rendimento atteso per le imprese di minori dimensioni. Di conseguenza, è pratica abbastanza comune aggiungere il cosiddetto small firm premium, così da ottenere il costo del capitale netto per le imprese più piccole. Tale premio è solitamente stimato sulla base dei dati storici ed è rappresentato dalla differenza del rendimento medio annuo dei titoli a minore capitalizzazione e il resto del mercato nella misura circa dal 3% al 3,5%⁹.

È da subito evidente, alla luce di quanto ora esposto, che la scelta del tasso sia molto discrezionale, nascendo da un mix di componenti tutte parametriche. Pur non potendo astrarsi del tutto da criteri di discrezionalità tecnica che determinano la scelta di un coefficiente di rischio specifico per la singola impresa, si ritiene che sia preferibile, per la neutralità del dato, fare riferimento a quanto contenuto nella deliberazione del 23 gennaio 2024 n.7/2024/R/RIF "OTTEMPERANZA ALLE SENTENZE DEL CONSIGLIO DI STATO, SEZIONE SECONDA, NN. 10548, 10550, 10734, 10775 DEL 2023, IN MATERIA DI REGOLAZIONE TARIFFARIA DEGLI IMPIANTI DI TRATTAMENTO DI RIFIUTI, DI CUI ALLA DELIBERAZIONE DELL'AUTORITÀ 363/2021/R/RIF, E ULTERIORI DISPOSIZIONI ATTUATIVE. L'AUTORITÀ DI REGOLAZIONE PER ENERGIA RETI E AMBIENTE". Nel documento indicato ARERA delibera all'articolo 2 su "Aggiornamento del tasso di remunerazione ai fini delle predisposizioni tariffarie per il biennio 2024-2025" ed individua, fra gli altri, **il valore del tasso di remunerazione del capitale investito netto WACC_a del servizio integrato di gestione dei rifiuti urbani pari al 6,3%:**

	Servizio integrato di gestione dei rifiuti urbani
$WACC_a$	6,3%
$WACC_{RID,a}$	5,0%
Kd_a^{rsal}	1,64%

La scelta di un tasso "pubblico", fermo che anch'esso non è privo di difetti, ci pare comunque rappresentare un elemento di trasparenza necessario giacché è facilmente disponibile a chiunque, ed è, nel caso di specie, quello definito da ARERA e quindi il punto di riferimento nel settore.

⁹ Cfr. A. Damodaran, Valutazione delle aziende, Maggioli editore, 2014

Occorre, a questo punto, fare una precisazione prima di procedere al calcolo del valore dell'avviamento. La presente valutazione viene effettuata alla data del 30 giugno 2024; pertanto, il fatturato considerato dovrà essere ricondotto al valore attuale al 30 giugno 2024, il che significa che le attualizzazioni non devono essere effettuate con riferimento all'anno, ma al semestre.

Per procedere in tal senso occorre trasformare il tasso di attualizzazione annuale in un tasso di attualizzazione semestrale utilizzando la formula di conversione in regime composto di seguito riportata:

$$i_k = (1 + i)^{1/k} - 1$$

Il tasso di attualizzazione semestrale (Wacc semestrale) utilizzato ai fini della presente perizia è pari a 3,102%:

WACC CICLO INTEGRATO RIFIUTI URBANI - TASSO TARIFFARIO ARERA	6,30%	007-2024-R-rif WACC ARERA			
	WACC	6,30%			
		tasso annuale			
ATTUALIZZAZIONE AL 30/06/2024	2024	2025	2026	2027	2028
Wacc semestrale	3,102%				
coefficiente di attualizzazione	1,0310	1,0960	1,1650	1,2384	1,3164
SEMESTRI	1	3	5	7	9

Sulla base delle grandezze individuate nella sezione corrente, **il valore dell'intangibile asset dell'azienda è pari ad euro 3.980.417,54**, come da tabella seguente:

ANCONAMBIENTE		ATTUALIZZAZIONE AL 30/06/2024					
		31/12/2023	2024	2025	2026	2027	2028
Ricavi delle vendite e prestazioni		23.654.404,00	23.654.404,00	23.654.404,00	23.654.404,00	23.654.404,00	23.654.404,00
Royalty rate medio	3,91%						
Fatturati attesi * Royalty rate			924.000,16	924.000,16	924.000,16	924.000,16	924.000,16
Wacc semestrale	3,102%						
semestri			1	3	5	7	9
Coefficiente di attualizzazione			1,0310	1,0960	1,1650	1,2384	1,3164
Attualizzazione "Fatturati attesi * Royalty rate"			896.200,98	843.086,52	793.119,97	746.114,74	701.895,33
Valore Metodo delle Royalties	3.980.417,54						

Tale valore, estremamente prudentiale per quanto riguarda la base di fatturato di partenza, si considera espressione dell'avviamento dell'azienda AnconAmbiente

S.p.A. e si assume ai fini della presente perizia di stima.

Prima di procedere, si ritiene necessario fare la precisazione a cui si è prima fatto cenno. A proposito dell'effetto paratasse, i PIV (III.5.11) asseriscono che: *“Quando un bene immateriale è fiscalmente ammortizzabile una componente del valore di mercato del bene è rappresentato dal beneficio fiscale dell’ammortamento (Tax Amortization Benefit = TAB):*

$$TAB\ factor = \frac{1}{1 - \sum_{t=1}^N \frac{t \times P_t}{(1+i)^t}}$$

laddove:

n= vita utile residua (fiscale)

i= costo del capitale

t= aliquota deducibilità fiscale dell’ammortamento

pt= percentuale del costo di acquisto del bene deducibile nell’anno “t”

Quando appropriato il TAB può essere sommato al valore identificato sulla base della metodica del reddito. Il TAB può essere sommato al valore identificato sulla base della metodica del costo, quando i costi sono considerati al netto di imposta. Il TAB non deve invece essere sommato al valore identificato sulla base della metodica di mercato, in quanto i prezzi di mercato già includono il TAB”.

Nel rispetto dei PIV, dunque, il valore dell’avviamento sopra determinato non tiene conto del TAB. Infatti, il metodo applicato per la determinazione del valore dell’intangibile è un metodo di mercato e, pertanto, come da indicazione dei PIV, si è ritenuto di non applicare il TAB.

Ovviamente questo non esclude che, come faremo, l’emersione di un valore non già espresso in contabilità non determini l’evidenziazione di una plusvalenza che, come tale, deve trovare misurazione dell’impatto fiscale a carico del conferente.

8. IL PATRIMONIO NETTO RETTIFICATO

Avendo già ampiamente descritto il metodo patrimoniale nelle precedenti sezioni, si procede direttamente alla determinazione del patrimonio netto rettificato.

Per quanto riguarda la fattispecie in esame, il patrimonio netto contabile alla data del 30.06.2024, come risultante dal bilancio fornito allo scrivente, è pari ad euro 8.630.786.

Sintesi dei dati patrimoniali ed accertamento delle eventuali differenze fra valore corrente e valore contabile:

ATTIVO

Dal bilancio al 30.06.2024 emergono i seguenti valori: l'attivo è pari ad euro 19.631.531 ed è composto principalmente da attivo immobilizzato per complessivi euro 10.873.964 e da attivo circolante per euro 8.757.567, di cui disponibilità liquide per euro 4.328.871.

Al 30.06.2024 non risultano crediti verso soci per versamenti ancora dovuti.

Per quanto riguarda le immobilizzazioni finanziarie, la società detiene una partecipazione di euro 647.820 in una società a partecipazione pubblica con attività analoghe e complementari a quelle aziendali.

La partecipazione è stata valutata al costo di acquisto, comprensivo di tutti gli oneri accessori di diretta imputazione, rettificato del fondo svalutazione della partecipazione stessa di euro 608.372, costituito nei precedenti esercizi per tenere conto della perdita durevole di valore. Si tratta, dunque, di un investimento strategico nei confronti della società collegata So.ge.nu.s. S.p.A.. Il valore delle partecipazioni azionarie al 30.06.2024 non risulta modificatosi rispetto al 31.12.2023 ed è rappresentato dalle seguenti azioni così acquisite:

- 220.780 dalla C.N.A. Service Srl per un importo complessivo di euro 775.750 (per un costo per azione pari a euro 3,514);
- 65.000 dal Comune di Maiolati Spontini per un importo complessivo di euro 220.035 (per un costo per azione pari a euro 3,385);
- a seguito di una variazione del valore nominale delle azioni della società il numero dei titoli posseduti risulta pari a 241.814;

- il 30 giugno 2009 sono state acquistate dalla C.N.A. Service Srl ulteriori 30.457 azioni per un importo complessivo di euro 260.407,35 (per un costo ad azione pari ad euro 8,55).

Pertanto, attualmente la società detiene complessivamente 272.271 azioni della So.ge.nu.s. S.p.A., pari ad una partecipazione del 24,75% del capitale complessivo.

Per completezza informativa si riporta quanto segnalato in nota integrativa al bilancio 2023: *“Si precisa inoltre che tale partecipazione esprime una valutazione secondo i criteri ed i principi derivante dall'applicazione del metodo del costo.*

Ai sensi di quanto disposto dall'art. 2426 del Codice Civile, 1° comma, n. 3 si precisa che dal raffronto fra il valore iscritto in bilancio, pari a euro 647.820 (al netto del fondo di svalutazione di euro 608.372), e la corrispondente frazione di pertinenza del Patrimonio Netto contabile, come risultante dall'ultimo bilancio approvato della società collegata alla data del 31/12/2022, ammontante ad euro 1.102.724, emerge che il valore di iscrizione della partecipazione è inferiore alla propria frazione di pertinenza ed in via prudenziale nel presente bilancio non vengono effettuati ripristini di valore della stessa, in quanto come già rilevato nei precedenti esercizi si ritengono permanere incertezze circa l'operatività futura dato che al momento risulta cessata l'attività principale di smaltimento rifiuti e che l'unico contratto di servizio esistente per la raccolta dei rifiuti nei 12 Comuni del CIS S.r.l., pur avendo ricevuto le proroghe per effetto delle Delibere ATA n. 4 del 24/05/2021, n. 23 del 7 dicembre 2022 e n. 7 del 27 marzo 2023, continua a presentare per l'ultimo bilancio disponibile al 31/12/2022 delle criticità economiche, considerando che nello specifico la redditività positiva degli ultimi anni ha avuto sempre una natura meramente finanziaria e quindi soggetta a potenziali volatilità. Pertanto, visti gli esiti del bilancio chiuso al 31/12/2022 e viste anche le deliberazioni assembleari inerenti la distribuzione del dividendo, la società ha ritenuto di non effettuare ripristini del valore della partecipazione in quanto il patrimonio netto a cui si era fatto riferimento nei precedenti bilanci è rimasto pressoché invariato”.

Pertanto, ai fini della presente perizia di stima si assume il valore netto contabile della partecipazione pari ad euro 647.820.

Le immobilizzazioni immateriali risultano complessivamente pari ad euro 32.344 al netto degli ammortamenti, e riguardano diritti di brevetto industriale e diritti di utilizzazione delle opere dell'ingegno per un importo netto contabile di euro 32.344.

Non risulta iscritto in bilancio alcun avviamento; tuttavia, dall'applicazione del criterio delle royalties, come si è detto, è emerso un avviamento, ma si tornerà in seguito su questo aspetto.

Le immobilizzazioni materiali risultano complessivamente pari ad euro 10.193.800 al netto degli ammortamenti e riguardano:

- Terreni e fabbricati per un valore netto contabile di euro 3.986.547;
- Impianti e macchinari per un valore netto contabile di euro 2.631.606;
- Attrezzature industriali e commerciali per un valore netto contabile di euro 1.554.601;
- Altri beni per un valore netto contabile di euro 2.021.046.

Il valore contabile netto dei beni materiali ed immateriali descritti è complessivamente pari ad euro 10.226.144. Si precisa che gli asset descritti sono costituiti sia da quelli che rilasciano la loro utilità nell'area di attività "*Rifiuti ed igiene ambientale*", sia dai cespiti cosiddetti "*fuori perimetro*" che rilasciano la loro utilità nelle altre aree di business della società, fra cui la pubblica illuminazione.

Di seguito una ripartizione fra i beni nel perimetro "*Rifiuti ed igiene ambientale*" e quelli "*fuori perimetro*":

Immobilizzazioni Immateriali PERIMETRO RIFIUTI		Immobilizzazioni Immateriali FUORI PERIMETRO	
3) diritti di brevetto industriale e diritti di utilizzazione delle opere dell'ingegno	32.261,97		
		FUORI PERIMETRO diritti di brevetto industriale e diritti di utilizzazione delle opere dell'ingegno	82,03
Immobilizzazioni Materiali PERIMETRO RIFIUTI		Immobilizzazioni Materiali FUORI PERIMETRO	
1) terreni e fabbricati (RIFIUTI)	3.986.058,82		
		FUORI PERIMETRO terreni e fabbricati	488,18
2) impianti e macchinari (RIFIUTI)	57.934,99		
		FUORI PERIMETRO impianti e macchinari	2.573.671,01
3) attrezzature industriali e commerciali (RIFIUTI)	1.554.184,51		
		FUORI PERIMETRO attrezzature industriali e commerciali	416,49
4) altri beni (RIFIUTI)	1.962.989,50		
		FUORI PERIMETRO altri beni	58.056,50
Valore totale CESPITI RIFIUTI	7.593.429,79	Valore totale CESPITI FUORI PERIMETRO	2.632.714,21

Per una valutazione del valore fair delle immobilizzazioni, stante l'obiettivo della valutazione, si è ritenuto opportuno ricorrere ad una valorizzazione che facesse riferimento al Valore Residuo dei cespiti (VRa) stabilito del Metodo Tariffario Rifiuti attualmente vigente (MTR-2 periodo 2022-2025), pur adeguandolo alle necessità del contesto peritale.

Si è richiesta perciò una valorizzazione dei cespiti complessivamente intesi, ovvero materiali ed immateriali, seguendo ove possibile, visto lo scopo, la metodologia di calcolo del Valore Residuo dei cespiti come definito dall'art. 20.2 Allegato A alla deliberazione 3 agosto 2021, 363/2021/R/RIF, integrato e modificato dalla deliberazione 3 agosto 2023, 389/2023/R/RIF, recante "Aggiornamento biennale (2024-2025) del Metodo Tariffario Rifiuti (MTR-2)".

Nello specifico, abbiamo valorizzato tutti i cespiti riconosciuti in tariffa (non solo quelli la cui proprietà è trasferita dal gestore uscente al gestore entrante) alla data di riferimento del 30.06.2024 (ponendo a=2024), applicando la seguente formula:

$$VR_a = \sum_c \sum_t [(CI_{c,t} - FA_{CI,c,t}^a) * dfl_t^a] + LIC_a$$

dove:

- Clc,t è il valore di prima iscrizione nei libri contabili dell'anno t , delle immobilizzazioni della categoria di cespiti c , al lordo dei contributi a fondo perduto, (contrariamente da quanto previsto dal metodo);
- $FA2024CI,c,t$ è il valore del fondo di ammortamento alla data di subentro, riferito alle immobilizzazioni appartenenti a ciascuna categoria c e iscritte a patrimonio nell'anno t ;
- $dfla2024$ è il vettore che esprime il deflatore degli investimenti fissi lordi, con base 1 nell'anno 2024, di cui al comma 13.9 del MTR-2;
- $LIC2024$ è il saldo delle immobilizzazioni in corso all'anno 2024, come risultante da fonti contabili obbligatorie.

In particolare, vista la diversa finalità e lo scopo che assume il valore di subentro, rispetto alla logica tariffaria prevista dall'art. 20 del MTR-2 (valore di subentro tra gestore uscente e gestore subentrante) si è provveduto a considerare il valore delle immobilizzazioni al lordo dei contributi a fondo perduto. Come indicato anche in precedenza e diversamente da quanto disposto dall'art. 20.2, non dovendo determinare una tariffa e/o il valore di subentro tra gestore uscente e gestore entrante, bensì individuare un valore corrente degli investimenti delle società coinvolte nell'operazione, non si è seguita la lettera dell'art. 20.2, ove si prevede la decurtazione dai costi storici dei cespiti dei contributi in conto impianto. Infatti, il VR2024 dei cespiti è stato calcolato senza decurtare dalle immobilizzazioni il valore dei contributi in c/impianti, valorizzando, con l'applicazione del metodo indiretto, la quota di competenza dell'esercizio in conto economico tra gli altri ricavi e proventi, e tenendo quindi conto della quota rinviata agli esercizi futuri in stato patrimoniale fra i risconti passivi.

Questo valore, fermo quanto sopra precisato, rappresenta quanto i cespiti restituiranno in termini di ricavi tariffari, ed è quindi molto adatto ad una loro valorizzazione in ipotesi di funzionamento, qual è quella in corso.

Ancora, il valore è stimato al 30 giugno 2024, così da renderlo coerente con gli altri valori di perizia (mentre, quello rilevante ai fini tariffari prende a riferimento, come noto, il valore al 31 dicembre 2022).

Pertanto, ai fini della presente perizia di stima, si assume il valore dei cespiti “MTR” esclusivamente per l’area di attività “Rifiuti ed igiene ambientale”, determinato come sopra descritto e relativo sia alle immobilizzazioni materiali, che alle immobilizzazioni immateriali, pari ad euro 8.677.867,86 e si assume anche, separatamente, il valore della stima autonoma dell’avviamento emerso con il metodo delle royalties pari ad euro 3.980.417,54.

Per quanto riguarda, invece, i beni destinati alle altre aree di business, questi si considerano al valore netto contabile, pari ad euro 2.632.714,21. Si prosegue con l’analisi a valori correnti dell’attivo circolante.

Le rimanenze di materie prime, sussidiarie e di consumo al 30.06.2024 sono pari ad euro 550.599. In particolare, si riferiscono ai materiali necessari allo svolgimento dei servizi di igiene ambientale, nonché ai materiali di consumo e ai ricambi relativi al servizio di manutenzione e riqualificazione della pubblica illuminazione della città di Ancona. Sono iscritte al minore tra il costo di acquisto (applicando il metodo FIFO) e il valore di presumibile realizzo; inoltre, le rimanenze per le quali si prevede un valore di realizzazione e/o utilizzo inferiore a quello di costo sono svalutate mediante apposito fondo di obsolescenza. **Si ritiene di poter assumere ai fini della presente relazione di stima il valore netto contabile delle rimanenze.**

Per quanto riguarda i crediti, sono stati iscritti al valore di presumibile realizzo, essendo quasi interamente di durata infrannuale. L’adeguamento del valore nominale dei crediti al valore di presumibile realizzo viene effettuato tramite apposito fondo svalutazione crediti, determinato sulla base delle stime di inesigibilità e di perdite presunte.

Al 30.06.2024 i crediti ammontano complessivamente ad euro 3.801.846 e risultano così articolati:

- Crediti verso clienti per euro 1.728.798;
- Crediti verso imprese collegate di euro 18.500;
- Crediti verso imprese controllanti per euro 1.809.665;
- Crediti tributari di euro 94.345;
- Attività per imposte anticipate per euro 4.034;

- Crediti verso altri di euro 146.504.

Di seguito una analisi dettagliata dei crediti sopra menzionati.

I crediti verso clienti sono rappresentati dai crediti per prestazioni effettuate ai privati e ad altri soggetti dal Comune di Ancona, laddove gli importi più significativi sono relativi ai crediti vantati dalla società per lo svolgimento del servizio della raccolta differenziata verso i Comuni di Fabriano, di Sassoferrato, di Serra De' Conti, di Cerreto D'Esi e verso gli enti consorziati di filiera. Tali crediti sono iscritti al netto del fondo svalutazione crediti, esposto a riduzione di tutti quei crediti scadenti oltre l'esercizio.

Al 30.06.2024 il fondo svalutazione crediti risulta composto:

- per euro 278.978,27 dalla quota parte di fondo relativa ai clienti T.I.A. Camerano. In tal caso, viene effettuata una svalutazione diretta dei crediti in contenzioso derivanti dalle fatturazioni della T.I.A. del Comune di Camerano ammontante ad euro 278.978;
- per euro 173.407,89 dalla quota parte di fondo relativa a tutti gli altri clienti. Qui ritroviamo non solo le svalutazioni relative ai crediti verso clienti, ma anche quelle relative ai crediti verso imprese collegate, ai crediti verso imprese controllanti e ai crediti verso altri. Nello specifico la voce "altri crediti" è iscritta al netto di euro 70.000, ovvero al netto della quota di fondo svalutazione relativa al credito verso la società Nuove Ora Srl.

Di seguito una tavola di sintesi dei movimenti del fondo svalutazione crediti dal 31.12.2023 al 30.06.2024:

Acqa.to Fondo svalutaz.	Clients al 31/12/2023	Incrementi	Decrementi	Clients al 30/06/2024
Crediti Vs. clienti inesigibili	115.287,20	10.585,45	-22.464,76	103.407,89
Crediti in contenzioso I.A.	-			-
Crediti in contenzioso C.T.	-			-
Credito Vs. Nuove Ora per proventi	70.000,00			70.000,00
F.do svalutaz. Crediti	-185.287,20		19.764,81	-165.522,39
Accantonamento 2024				7.885,50
	Clients TIA Camerano			
Clients T.I.A. Camerano	278.978,27		0,00	278.978,27
F.do svalutaz. Crediti	-278.978,27		0,00	-278.978,27
Accantonamento 2023				-
			Acc.to 2024 (vedi dettagli)	0,00
			Totale accantonamento	7.885,50
Totale F.do svalutaz. cred. generico				173.407,89
Totale F.do svalutaz. Tia Camerano				278.978,27

Il fondo, di complessivi euro 452.386,16, risulta congruo rispetto all'attuale situazione dei crediti inesigibili e/o in contenzioso. Gli utilizzi registrati nel semestre rappresentano la quota di fondo svalutazione crediti stornata per i crediti divenuti inesigibili.

I crediti verso controllanti sono crediti verso enti pubblici, in particolare verso il Comune di Ancona, per le prestazioni di servizio contrattuali di igiene ambientale svolte all'interno del Comune. In misura marginale, sono costituiti anche dai crediti verso il Comune per tutte le altre attività su chiamata di igiene ambientale relative al servizio di conto terzi e per il servizio di pubblica illuminazione.

Le imposte anticipate rilevate sono relative alla componente Irap sulla svalutazione del magazzino.

I crediti tributari sono rappresentati in parte dal credito d'imposta riconosciuto per gli investimenti in beni strumentali nuovi e in parte dall'acconto Irap.

Si ritiene opportuno specificare che non risultano contenziosi con l'erario ad eccezione di un ricorso aperto verso l'Agenzia delle Entrate e per il quale non esiste una potenziale passività, in quanto trattasi di richiesta di rimborso Irap. In merito a quanto appena specificato, non risultano iscritti crediti tributari derivanti dalle istanze di rimborso dell'Irap presentate per gli anni dal 2010 al 2014, oggetto di impugnazione

presso le competenti Commissioni Tributarie avverso i rifiuti dell'Agenzia dell'Entrate, non avendo la società ritenuto che sussistessero al momento i presupposti di certezza ed esigibilità, in considerazione anche di detti giudizi pendenti. Per completezza si riporta quanto contenuto sulla questione nella "Relazione sulla gestione al bilancio 2023":

"Cuneo fiscale - Ricorsi all'Agenzia delle Entrate per istanze di rimborso

Si ricorda che l'Azienda, in relazione alla questione del Cuneo Fiscale Irap, ha presentato istanze di rimborso della maggiore Irap pagata tra il 2010 e il 2014 per la non applicazione di detta deduzione, conseguente ad accertamenti ricevuti per annualità precedenti ed impugnati dall'azienda che, risultando pendenti i giudizi in appello a seguito di impugnazione da parte dell'Agenzia delle Entrate avverso le pronunce favorevoli di primo grado, ha deciso per propria valutazione di opportunità e convenienza economica di aderire alla definizione agevolata ex art. 6 D.L. 119/2018). In proposito:

- Rimborso anno 2014:

- in data 20/11/2019 la società ha ricevuto il diniego all'istanza di rimborso Irap presentata per l'anno 2014 per circa 265.000 euro;*
- considerate le importanti somme richieste a rimborso, la società ha deciso di impugnare tale diniego in ragione anche delle pronunce favorevoli già evidenziate in precedenza;*
- in data 19 gennaio 2021 si è tenuta l'udienza di trattazione, sulla base degli atti ai sensi dell'art. 27, comma 2, del DL 137/2020 e del decreto del presidente della Ctp di Ancona n. 17/2020;*
- in data 25 ottobre 2021 la Ctp ha depositato la sentenza e comunicato il relativo dispositivo di accoglimento del ricorso con motivazioni che confermano in tutto e per tutto le argomentazioni aziendali come già accolte nei precedenti giudizi instaurati avverso gli accertamenti 2007 e 2008;*
- in data 21 gennaio 2022 l'Agenzia delle Entrate ha notificato appello alla già menzionata sentenza;*
- in data 14/4/2022 sono state depositate le controdeduzioni con costituzione in giudizio dell'Appello relativo al rimborso dell'anno 2014 e si è in attesa della*

fissazione dell'udienza di merito, essendosi nel frattempo tenuta solo l'udienza per l'istanza di sospensione dell'esecuzione della sentenza proposta dall'Agenzia e per la quale la Commissione si è pronunciata per il diniego.

- *Rimborsi anni 2010-2011-2012-2013:*

- *nelle more di quanto sopra, in forza del positivo risultato ottenuto in CGT di Primo Grado di Ancona (che conferma quello precedente), sono state presentate in data 12/3/2022 le analoghe impugnazioni avverso il mancato accoglimento delle istanze di rimborso proposte per gli anni dal 2010 al 2013 (per circa 775.000 euro), il cui termine era quello decennale essendosi per esse formatosi il rifiuto tacito non risultando ricevuto un diniego espresso, con successiva costituzione in giudizio in data 8/4/2022;*
- *in data 14 settembre 2022 si è tenuta l'udienza di trattazione dei 4 ricorsi;*
- *in data 28 novembre 2022 la CGT di Primo Grado di Ancona ha depositato le sentenze e comunicato i relativi dispositivi di accoglimento dei ricorsi per gli anni dal 2010 al 2013 con motivazioni che confermano in tutto e per tutto le argomentazioni aziendali come già accolte in tutti gli altri giudizi già instaurati;*
- *per tali ultime pronunce, l'Agenzia delle Entrate in data 26/05/2023 ha notificato alla Società tramite il difensore, gli appelli avverso le già menzionate sentenze favorevoli di primo grado;*
- *in data 18/10/2023 sono state depositate le controdeduzioni con costituzione in giudizio degli Appelli relativi ai rimborsi degli anni 2010-2013 e si è in attesa della fissazione delle udienze di merito".*

Considerato che i crediti sono stati iscritti al netto del fondo svalutazione e che lo stesso, a parere dello scrivente, risulta congruo, considerato anche che non risultano incertezze sul valore contabile dei crediti rappresentati nella presente relazione, **si è deciso di assumere come valore di stima il valore netto contabile di tutti i crediti analizzati per un totale di euro 3.801.846.**

La voce ratei e risconti attivi, costituita sostanzialmente da risconti attivi per polizze e canoni di noleggio, relativi ai costi sostenuti entro la chiusura dell'esercizio, ma di competenza di esercizi successivi, ammonta ad euro 76.251. **In merito alla stessa non risultano incertezze sul valore iscritto in bilancio e, pertanto, si assume quale valore**

di stima.

Infine, le disponibilità liquide al 30.06.2024 risultano costituite per euro 4.675 da denaro in cassa e per euro 4.324.196 da depositi bancari e postali sui conti correnti ordinari, attivi e disponibili della società. **Ai fini della presente perizia di stima le suddette liquidità vengono assunte per l'intero importo indicato in bilancio pari ad euro 4.328.871, stante anche la presenza di organi controllo che effettuano i controlli contabili e le riconciliazioni di cassa e banca.**

PASSIVO

Dal bilancio al 30.06.2024 emergono i seguenti valori: il passivo è pari ad euro 19.631.531 ed è composto principalmente dal patrimonio netto di euro 8.630.786, dal fondo TFR di euro 1.477.337, da altri fondi per euro 148.769, dai debiti di natura finanziaria per euro 1.752.639 e dai debiti commerciali ed operativi per complessivi euro 7.622.000.

Il fondo TFR rappresenta l'effettivo debito della società al 30.06.2024 verso i dipendenti al netto degli anticipi corrisposti ed è pari ad euro 1.477.337.

Nel 2023 si sono registrate 27 cessazioni di rapporto di lavoro a tempo indeterminato. Successivamente sono intervenute ulteriori 5 cessazioni di lavoratori dipendenti. Pertanto, alla data del 30.06.2024, l'organico effettivo è composto da 265 unità, oltre che da 37 unità in somministrazione lavoro, per un numero complessivo di 302 unità, come di seguito riportato in tabella:

Organico effettivo

ORGANICO EFFETTIVO	30/06/2024	31/12/2023	31/12/2022
Dirigenti	2	2	2
Impiegati	36	36	43
Operai	227	233	233
Operai e impiegati T.D.	0	2	16
TOTALE	265	273	294

Organico effettivo comprensivo della somministrazione lavoro

ORGANICO EFFETTIVO	30/06/2024	31/12/2023	31/12/2022
Dirigenti	2	2	2
Impiegati	36	36	43
Operai	227	233	233
Operai e impiegati T.D.	0	2	16
Somministrazione lavoro	37	23	4
TOTALE	302	296	298

Ai fini della presente relazione di stima viene assunto, quale valore del fondo TFR, il valore indicato in bilancio.

Il fondo rischi ed oneri, di euro 148.769 al 30.06.2024, è stato costituito per accantonare fondi a fronte di costi o debiti di esistenza certa o probabile ma per i quali alla data di chiusura dell'esercizio non erano determinabili l'ammontare o la data di sopravvenienza. In particolare, si tratta di fondi rischi per controversie legali.

Infatti, è stato costituito il fondo per vertenze legali in corso, valutato in modo analitico tenuto conto dei probabili oneri riferibili allo stato delle singole vertenze. Ogni accantonamento, espressione della potenziale passività della vertenza nei confronti dell'azienda, viene effettuato alla luce di pareri resi dai legali di riferimento.

Nel 2023 l'utilizzo del fondo è stato principalmente relativo alla definizione della vertenza con l'ex direttore generale. Infatti, successivamente alla sentenza della Sezione Lavoro della Suprema Corte della Cassazione, che aveva ulteriormente rinviato al nuovo Giudice di Appello avverso la pronuncia favorevole alla società della Corte di Appello di Bologna, le controparti hanno raggiunto nel corso del 2023, con un accordo transattivo, la definizione della questione pendente.

Di seguito l'articolazione del fondo rischi:

N. Progr.	settore	saldo iniz. 1/1/2024	utilizzi 2024	Eccedenze su acc.to +	saldo pre-valutaz.
1	amm.vo	22.787,61	(6.015,88)		16.771,73
2	amm.vo	13.000,00			13.000,00
3	civile	-0,04			-0,04
4	amm.vo	14.000,00			14.000,00
5	civile	16.062,28			16.062,28
6	amm.vo	6.000,00			6.000,00
7	amm.vo	0,00			0,00
8	amm.vo	4.000,00			4.000,00
9	civile	5.471,70			5.471,70
11	lavoro	8.941,63	(8.042,20)		899,43
12	lavoro	0,00			0,00
13	lavoro	69.700,00	(57.351,58)		12.348,42
14	lavoro	10.215,50			10.215,50
	<i>totale</i>	<i>170.178,68</i>	<i>(71.409,66)</i>	<i>0</i>	<i>98.769,02</i>

La tabella mostra un fondo rischi per euro 98.769,02. Si è detto, però, che al 30.06.2024 il fondo rischi ammonta ad euro 148.769. La differenza è dovuta al fatto che sul bilancio gestionale infrannuale sono stati accantonati al fondo rischi euro 50.000, quale stima della quota parte dell'accantonamento previsto nel budget

annuale di euro 100.000.

Ai fini della relazione di stima, lo scrivente ritiene opportuno considerare l'importo reale del fondo rischi al 30.06.2024 pari ad euro 98.769,02.

Per quanto riguarda i debiti, ad eccezione dei mutui, sono tutti a breve termine ed esposti al loro valore nominale. Per quanto riguarda la rilevazione contabile dei mutui si tratterà più avanti.

Complessivamente ammontano ad euro 9.200.446 e sono così articolati:

- Debiti verso banche per euro 1.752.639, laddove euro 1.261.550 sono debiti finanziari a lungo termine, mentre euro 491.089 sono debiti finanziari a breve termine;
- Debiti verso fornitori di euro 3.420.929;
- Debiti verso imprese controllanti per euro 5.651;
- Debiti tributari di euro 590.538;
- Debiti verso istituti di previdenza e di sicurezza sociale per euro 895.904;
- Altri debiti di euro 2.534.785.

Il debito bancario si riferisce esclusivamente ai mutui passivi ed esprime l'effettivo debito per capitale, interessi ed oneri accessori maturati ed esigibili. Nello specifico, i debiti a breve termine si riferiscono alle rate dei mutui scadenti, appunto, entro l'esercizio successivo, mentre i debiti a medio-lungo termine rappresentano le rate scadenti oltre l'esercizio successivo. I mutui risultano accesi per finanziare gli investimenti legati al servizio di igiene ambientale e a quello di pubblica illuminazione.

Si precisa che al 30.06.2024 si è estinto il mutuo contratto nel 2016 per gli investimenti della pubblica illuminazione e, pertanto, residuano due mutui per complessivi euro 1.752.639. Per quanto riguarda i mutui assunti dal 2016, la società ha effettuato la rilevazione in base al criterio del costo ammortizzato; invece, tutti quelli assunti prima dell'esercizio 2016 sono stati rilevati ed esposti al valore nominale.

I debiti verso fornitori sono stati iscritti al netto degli sconti commerciali. Il valore nominale di tali debiti viene rettificato in occasione di resi o abbuoni nella misura

corrispondente all'ammontare definito con la controparte.

Per quanto riguarda i debiti verso controllanti occorre rilevare che si tratta di debiti verso gli Enti Pubblici di riferimento. In particolare, si fa riferimento al debito verso il Comune di Ancona per l'imposta di pubblicità riscossa agli utenti relativa agli anni precedenti e pari ad euro 5.651. Difatti, è un debito per gli importi riscossi iscritti a ruolo negli anni precedenti quando la società gestiva l'imposta di pubblicità per conto del Comune di Ancona. Ora il servizio non viene più gestito da AnconAmbiente, ma vengono soltanto versati gli importi al Comune di ciò che viene riscosso nei vari anni che è stato in precedenza iscritto a ruolo.

I debiti tributari e previdenziali accolgono le passività certe per imposte e contributi.

Per quanto riguarda i debiti verso altri, sono parzialmente costituiti da debiti verso soci per distribuzione riserva straordinaria. Infatti, con le Assemblee dei Soci dell'11.03.2024 e del 22.05.2024 sono state deliberate le distribuzioni della riserva straordinaria rispettivamente per euro 800.000 nella prima assemblea e per euro 756.000 nella successiva. Risulta, quindi, un debito finanziario di euro 1.556.000 verso i Comuni Soci per la distribuzione della riserva straordinaria, in quanto al 30.06.2024 non era ancora stata erogata.

Considerato quanto sopra, ai fini della presente relazione di stima i debiti analizzati si assumono ai loro valori contabili, per un valore complessivo di euro 9.200.446.

Al 30.06.2024 la voce ratei e risconti passivi di euro 174.193 risulta costituita principalmente dai risconti passivi calcolati sul contributo in conto impianti derivante dall'applicazione del bonus investimenti Leggi 160/2019 e 178/2020. **Pertanto, il loro valore contabile viene assunto anche ai fini della presente relazione di stima.**

Sulla base dei dati descritti ed analizzati, lo scrivente procede a determinare il patrimonio netto rettificato (K'):

STATO PATRIMONIALE	BILANCIO 30/06/2024	VALORI DI PERIZIA	RETTIFICHE
Crediti verso soci per versamenti ancora dovuti	-	-	-
Immobilizzazioni Immateriali	32.344,00		
1) costi di impianto e di ampliamento	-		
2) costi di sviluppo	-		
3) diritti di brevetto industriale e diritti di utilizzazione delle opere dell'ingegno (RIFIUTI)	32.261,97		
4) concessioni, licenze, marchi e diritti simili	-		
5) avviamento	-	3.980.417,54	3.980.417,54
6) immobilizzazioni in corso e acconti	-		
7) altre	-		
FUORI PERIMETRO diritti di brevetto industriale e diritti di utilizzazione delle opere dell'ingegno	82,03	82,03	-
Immobilizzazioni Materiali	10.193.800,00		
1) terreni e fabbricati (RIFIUTI)	3.986.058,82		
2) impianti e macchinari (RIFIUTI)	57.934,99		
3) attrezzature industriali e commerciali (RIFIUTI)	1.554.184,51		
4) altri beni (RIFIUTI)	1.962.989,50		
5) immobilizzazioni in corso e acconti			
FUORI PERIMETRO terreni e fabbricati	488,18	488,18	-
FUORI PERIMETRO impianti e macchinari	2.573.671,01	2.573.671,01	-
FUORI PERIMETRO attrezzature industriali e commerciali	416,49	416,49	-
FUORI PERIMETRO altri beni	58.056,50	58.056,50	-
Valore totale CESPITI FUORI PERIMETRO	2.632.714,21	2.632.714,21	-
Valore totale CESPITI RIFIUTI	7.593.429,79	8.677.867,86	1.084.438,07
Tot. Immobilizzazioni Finanziarie	647.820,00	647.820,00	
1) partecipazioni in imprese controllate, collegate, controllanti, sottoposte al controllo delle controllanti, altre	647.820,00	647.820,00	-
2) crediti verso imprese controllate, collegate, controllanti, sottoposte al controllo delle controllanti, altre	-	-	-
3) altri titoli	-	-	-
4) strumenti finanziari derivati attivi	-	-	-
TOTALE IMMOBILIZZAZIONI	10.873.964,00	15.938.819,61	
Rimanenze	550.599,00	550.599,00	-
Crediti verso clienti	1.728.798,00	1.728.798,00	-
Crediti verso imprese controllate	-	-	-
Crediti verso imprese collegate	18.500,00	18.500,00	-
Crediti verso controllanti	1.809.665,00	1.809.665,00	-
Crediti verso imprese sottoposte al controllo delle controllanti	-	-	-
Crediti tributari	94.345,00	94.345,00	-
Imposte anticipate	4.034,00	4.034,00	-
Crediti verso altri	146.504,00	146.504,00	-
Altri titoli (attività finanziarie che non costituiscono immobilizzazioni)	-	-	-
Liquidità	4.328.871,00	4.328.871,00	-
Ratei e risconti attivi	76.251,00	76.251,00	-
TOTALE ATTIVO CIRCOLANTE	8.757.567,00	8.757.567,00	
TOTALE ATTIVO	19.631.531,00	24.696.386,61	5.064.855,61
Fondi per rischi e oneri	148.769,00	98.769,02	49.999,98
Fondo TFR	1.477.337,00	1.477.337,00	
Obbligazioni	-	-	-
Debiti verso soci per finanziamenti	-	-	-
Debiti verso banche	1.752.639,00	1.752.639,00	-
Debiti verso altri finanziatori	-	-	-
Debiti verso fornitori e acconti	3.420.929,00	3.420.929,00	-
Debiti rappresentati da titoli di credito	-	-	-
Debiti verso imprese controllate	-	-	-
Debiti verso imprese collegate	-	-	-
Debiti verso controllanti	5.651,00	5.651,00	-
Debiti verso imprese sottoposte al controllo delle controllanti	-	-	-
Debiti tributari	590.538,00	590.538,00	-
Debiti verso istituti di previdenza e di sicurezza sociale	895.904,00	895.904,00	-
Debiti verso altri	2.534.785,00	2.534.785,00	-
Ratei e risconti passivi	174.193,00	174.193,00	-
TOTALE PASSIVO	11.000.745,00	10.950.745,02	49.999,98
PATRIMONIO NETTO	8.630.786,00	13.745.641,59	5.114.855,59
PN DOPO LE RETTIFICHE			13.745.641,59

A questo punto è necessario considerare la valutazione degli oneri fiscali latenti sul valore delle plusvalenze. La defiscalizzazione è generalmente operata applicando le aliquote fiscali dell'epoca di riferimento, partendo dall'assunto che le stime vadano fatte a valori al netto delle imposte e che il carico fiscale resti a casa del cedente. In molti casi, però, nella prassi si opta per aliquote ridotte, in considerazione del fatto che il pagamento delle imposte è quanto meno temporalmente successivo al trasferimento della proprietà ed in certi casi può godere di agevolazioni contingenti, quali rivalutazioni monetarie, ecc.

Nel caso di specie, si ritiene di non poter ignorare il c.d. *effetto paratasse* e di dover applicare un'aliquota fiscale del 24%, pari all'aliquota ordinaria Ires, al valore delle plusvalenze o rettifiche in aumento realizzate:

DESCRIZIONE	PLUSVALENZE DA RETTIFICHE DI VALORE	
Aliquota fiscale		24,00%
Valorizzazione cespiti MTR (cespiti perimetro)	1.084.438,07	260.265,14
AVVIAMENTO (criterio delle royalties)	3.980.417,54	955.300,21
Fondi per rischi e oneri	49.999,98	12.000,00
		-
		-
		-
TOTALE PLUSVALENZE	5.114.855,59	
ONERI FISCALI POTENZIALI		1.227.565,34

Una volta determinati gli oneri fiscali potenziali sulle plusvalenze si determina il patrimonio netto rettificato come indicato nella tavola seguente:

Metodo Patrimoniale Complesso	
Patrimonio netto (valore di bilancio)	8.630.786,00
Rettifiche in aumento	1.134.438,05
Rettifiche in diminuzione	
Stima autonoma AVVIAMENTO	3.980.417,54
Oneri fiscali potenziali	1.227.565,34
Valore economico del capitale: Patrimonio netto rettificato	12.518.076,25

In conclusione, con l'applicazione del metodo patrimoniale complesso, corredato di stima autonoma dell'avviamento di euro 3.980.417,54, si giunge ad un patrimonio netto rettificato rappresentazione del valore economico di AnconAmbiente S.p.A. di euro 12.518.076,25.

9. CONCLUSIONI

Con riferimento al criterio metodologico illustrato in precedenza e alle ipotesi fatte, si è proceduto alla determinazione del valore corrente teorico del capitale economico (W) di AnconAmbiente S.p.A..

Il valore corrente teorico è stato ottenuto applicando il metodo patrimoniale complesso con stima autonoma dell'avviamento tramite l'applicazione del criterio delle royalties.

Pertanto, sulla base della documentazione disponibile e delle considerazioni e scelte effettuate e descritte in dettaglio nei paragrafi precedenti, lo scrivente incaricato stima che il valore economico di AnconAmbiente S.p.A. sia da considerare pari ad euro 12.518.076,25.

Con quanto sopra esposto il sottoscritto ritiene di aver assolto l'incarico affidatogli in ottemperanza alle disposizioni di legge e ai principi della tecnica professionale, e si resta a disposizione per ogni chiarimento si renda necessario.

Firenze, 19.12.2024

Il perito valutatore

Prof. Stefano Pozzoli



**PERIZIA DI STIMA DEL
VALORE ECONOMICO DI
CONFERIMENTO DEL RAMO
DI AZIENDA DI
SO.GE.NU.S. S.P.A. IN
ANCONAMBIENTE S.P.A.
EX ART 2343 TER CODICE CIVILE**

INDICE

- 1. L'INCARICO PERITALE**
- 2. L'APPROCCIO RICHIESTO AL PERITO**
- 3. SO.GE.NU.S. S.P.A. E IL RAMO D'AZIENDA "RIFIUTI ED IGIENE AMBIENTALE"**
- 4. I METODI DI VALUTAZIONE: GENERALITÀ ED ASPETTI TEORICI**
- 5. METODI DI STIMA ADOTTATI PER LA DETERMINAZIONE DEL VALORE CORRENTE TEORICO DEL RAMO D'AZIENDA "RIFIUTI ED IGIENE AMBIENTALE"**
- 6. IL METODO PATRIMONIALE COMPLESSO E IL CRITERIO DELLE ROYALTIES**
- 7. IL CRITERIO DELLE ROYALTIES E LA STIMA AUTONOMA DELL'AVVIAMENTO**
- 8. IL PATRIMONIO NETTO RETTIFICATO**
- 9. CONCLUSIONI**

1. L'INCARICO PERITALE

La società AnconAmbiente S.p.A., con sede legale in Ancona, via del Commercio n.27, iscritta al Registro Imprese di Ancona al n. 01422820421, in accordo con la Società So.ge.nu.s. S.p.A., ha conferito al sottoscritto, Stefano Pozzoli, Professore Ordinario di Economia Aziendale il Dipartimento di Studi Aziendali ed Economici della Università di Napoli Parthenope, iscritto all' Ordine dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili di Firenze al n. 1359 ed al Registro dei Revisori Legali al n. 47294 con Decreto Ministeriale del 12.04.1995, G.U. n. 31-bis del 21.04.1995, l'incarico di effettuare una perizia di stima del valore del capitale economico di conferimento del ramo d'azienda della società So.ge.nu.s. S.p.A. in AnconAmbiente S.p.A. ai sensi dell'art. 2343 ter c.c., al fine di poter presentare una candidatura forte ed unitaria per l'affidamento in house dei rifiuti da parte dell'Ente di Bacino.

Per corroborare il valore di "scambio" delle quote di AnconAmbiente, che effettuerà un aumento di capitale riservato ai comuni, e tutelare quindi l'equo valore della partecipazione di ogni Comune, viene effettuata non solo la perizia dei rami di azienda, bensì anche quella di AnconAmbiente (AnconAmbiente S.p.A., JesiServizi Srl, CIS Srl e So.ge.nu.s. S.p.A), seguendo criteri omogenei di misurazione del valore, in modo da attribuire un corretto valore, anche in senso relativo, alle diverse entità.

Scopo della perizia è determinare il valore del capitale economico di conferimento del ramo d'azienda di So.ge.nu.s. S.p.A. con riferimento alla data del 30 giugno 2024.

Si espongono brevemente le azioni recentemente poste in essere per pervenire all'affidamento della gestione a livello di ambito per il servizio rifiuti ed igiene ambientale.

ATA Rifiuti Ancona ha comunicato l'adozione della deliberazione dell'Assemblea n. 14 del 29 giugno 2023 con cui:

- *“Nel richiamare la Delibera n. 28 del 27.12.2022 con cui l'Assemblea dell'ATA deliberava l'affidamento della gestione integrata dei rifiuti urbani alla costituenda società consortile partecipata da Viva Servizi S.p.A., Ecofon Conero S.p.A. e Jesiservizi Srl a condizione che detta società consortile fosse stata costituita entro il termine del 30.03.2023, effettuava una ricognizione sullo stato dei fatti e nel dare atto della mancata sussistenza delle condizioni all'affidamento apposte ex Delibera 28/2022, procedeva al ritiro di detta deliberazione;*
- *Confermava l'indirizzo dell'Assemblea di valutare in sede istruttoria, inter alia, la*

sussistenza dei presupposti normativamente previsti per l'affidamento in concessione con il modello dell'in house del servizio di gestione integrata dei rifiuti urbani dell'ATO 2;

- *Dava mandato al Direttore e alla struttura di riavviare il procedimento istruttorio - ivi comprese le eventuali necessarie interlocuzioni con i vari soggetti istituzionali di riferimento- per la valutazione delle domande pervenute prevedendo uno step di monitoraggio intermedio al 30.09.2023 per valutarne quanto meno la non manifesta infondatezza e/o il rispetto dei relativi cronoprogrammi indicati e un successivo step di monitoraggio al 30.12.2023 per valutare se confermare o meno il mandato dato alla struttura dell'ATA;*
- *Disponeva ulteriori prosecuzioni tecniche del servizio delle varie gestioni esistenti fino al termine del 31.12.2023 solo e inderogabilmente a condizione che entro il termine del 30.09.2023 il previsto monitoraggio sulle condizioni per procedere con la forma di affidamento in house avesse dato esito positivo o quanto meno non avesse rilevato una manifestata infondatezza”.*

Con nota prot. 3673 del 27.09.2023 la società AnconAmbiente S.p.A. avanzava all'ATA ATO2 Ancona Rifiuti la candidatura per l'affidamento in regime di “in house providing” dei servizi inerenti al ciclo integrato dei rifiuti in esito al processo di concentrazione delle gestioni svolti da JesiServizi Srl, da CIS Srl e da So.ge.nu.s S.p.A., mediante conferimento dei rispettivi complessi aziendali nel capitale sociale della medesima AnconAmbiente, con riserva di successiva produzione della documentazione inerente la pianificazione industriale e la programmazione economica-finanziaria relativa allo svolgimento del servizio oggetto di affidamento.

La presente perizia, redatta ai sensi e per gli effetti dell'articolo 2343 ter c.c. è, dunque, finalizzata a determinare il valore economico di conferimento del ramo di azienda di So.ge.nu.s. S.p.A. in AnconAmbiente S.p.A., in modo omogeneo rispetto ai valori di conferimento dei rami di azienda rifiuti di Jesiservizi Srl e CIS Srl, con riferimento alla data del 30 giugno 2024.

È altresì da precisare che, per svolgere il proprio lavoro, il sottoscritto ha fatto pieno affidamento sulle informazioni, sui documenti messi a disposizione e su quanto emerso dai colloqui intercorsi con il management delle società coinvolte e che i dati messi a disposizione ovviamente condizionano la scelta del metodo valutativo ed il risultato dello stesso.

Pertanto, non si assume, alcuna responsabilità in merito alla completezza, veridicità

ed accuratezza di quanto messo a sua disposizione, pur avendo svolto il proprio incarico adottando la massima professionalità richiesta per l'espletamento di incarichi di tale natura.

Si vuole sottolineare che la presente relazione rappresenta l'assolvimento di detto incarico da parte del sottoscritto in piena ed assoluta indipendenza rispetto a qualsivoglia soggetto terzo direttamente o indirettamente interessato alla valutazione di suddetta società; e che i risultati emersi da tale perizia sono stati ottenuti utilizzando la massima diligenza e professionalità da parte dello scrivente, seppur basati su dati ed informazioni non verificati dal sottoscritto e, pertanto, nel caso in cui le informazioni messe a disposizione dovessero risultare non attendibili o incomplete, i risultati emersi dalla perizia potrebbero esserne inficiati per cause comunque non riconducibili all'operato dello scrivente.

Si deve ancora ribadire che il valore di stima è, come si è detto, un elemento della complessiva operazione che si intende realizzare, ovvero la costituzione di un soggetto industriale unitario all'interno della Provincia di Ancona per la gestione del ciclo integrato dei rifiuti, così come è stata deliberata dalla Autorità Territoriale di Ambito Ancona con Deliberazione n. 16 del 27.09.2024.

Questo comporta che nel processo valutativo si terrà conto non solo dei dati della singola azienda, ma della comparazione tra i soggetti coinvolti nella operazione complessivamente intesa, e, quindi, della necessità di stimare, per così dire congiuntamente ed in modo uniforme, AnconAmbiente S.p.A. e i rami d'azienda di JesiServizi Srl, CIS Srl e So.ge.nu.s S.p.A., cercando non di indicare valori medi, la qual cosa pregiudicherebbe l'autonomia della stima, ma di individuare un criterio di valutazione razionalmente omogeneo che contemperi le caratteristiche delle diverse società.

2. L'APPROCCIO RICHIESTO AL PERITO

Oggetto dell'affidamento, si è detto, è la perizia di stima, ai sensi dell'art. 2343 ter c.c., relativa al conferimento di un ramo d'azienda di So.ge.nu.s. S.p.A. in AnconAmbiente S.p.A..

La valutazione dell'azienda è stata effettuata con riferimento alla data del 30 giugno 2024, sulla base dei dati, dei documenti, delle informazioni e delle metodologie esposte nella presente relazione e con le precisazioni e le avvertenze riepilogate di

seguito.

L'incarico non ha previsto lo svolgimento di verifiche contabili integrative o di revisione, né verifiche o accertamenti circa l'eventuale sussistenza di passività di tipo fiscale, contrattuale, previdenziale o di altro genere. Non si risponde pertanto della veridicità, completezza, accuratezza, attendibilità e rappresentatività di tali documenti, dati e informazioni, che sono stati messi a disposizione.

Tanto premesso, nell'espletamento dell'incarico affidato mi sono avvalso dei seguenti principali documenti ed informazioni, messi a disposizione dalla società:

- Bilancio di esercizio al 31.12.2021;
- Bilancio di esercizio al 31.12.2022;
- Bilancio di esercizio al 31.12.2023 e Relazione sulla gestione al bilancio chiuso al 31.12.2023;
- Bilancio infrannuale al 30.06.2024 e relazione sull'andamento della gestione dell'esercizio sociale in corso (primo semestre - esercizio 2024);
- Visura camerale di So.ge.nu.s. S.p.A.;
- Statuto vigente;
- Dichiarazione IVA 2022 (imposta 2021);
- Dichiarazione IVA 2023 (imposta 2022);
- Dichiarazione IVA 2024 (imposta 2023);
- Dichiarazione IRAP 2022 (imposta 2021);
- Dichiarazione IRAP 2023 (imposta 2022);
- Dichiarazione Società di capitali 2022 (imposta 2021);
- Dichiarazione Società di capitali 2023 (imposta 2022);
- Situazione contabile al 31.12.2021 "gestione smaltimento";
- Situazione contabile al 31.12.2022 "gestione smaltimento";

- Situazione contabile al 31.12.2023 “gestione smaltimento”;
- Contabilità industriale anno 2023;
- Nota del 03.09.2024 di trasmissione dati ed informazioni inerenti alle eventuali operazioni di conferimento del ramo di azienda inerente alla raccolta differenziata dei R.S.U.;
- Contabilità industriale primo semestre 2024;
- Nota del 12.09.2024 di trasmissione dati ed informazioni inerenti alle eventuali operazioni di conferimento del ramo di azienda inerente alla raccolta differenziata dei R.S.U. Secondo invio;
- Allegato 1 - Valorizzazione cespiti MTR al 30.06.2024;
- Cespiti per raccolta RSU al 30.06.2024;
- Libro cespiti autocarri 2024;
- Allegato 2 – Personale e TFR al 30.06.2024;
- Nota del 11.10.2024 di trasmissione dati ed informazioni inerenti alle eventuali operazioni di conferimento del ramo di azienda inerente alla raccolta differenziata dei R.S.U. Terzo invio.

3. SO.GE.NU.S. S.P.A. E IL RAMO D’AZIENDA “RIFIUTI ED IGIENE AMBIENTALE”

So.ge.nu.s. S.p.A., con sede legale in Maiolati Spontini (AN), via Cornacchia n.12, nasce nel 1988 e diventa operativa nel 1989 per la gestione dell’impianto di smaltimento RSU e in seguito di rifiuti speciali di proprietà del Comune di Maiolati Spontini.

Negli anni seguenti estende la sua attività alla raccolta differenziata dei rifiuti urbani, inizialmente per i Comuni di Maiolati Spontini e di Serra San Quirico, e dal 2009 anche per i 12 Comuni soci di CIS Srl (stazione appaltante), occupandosi anche della raccolta dei rifiuti speciali aziendali su richiesta del servizio. Nel 2010 i Comuni soci di CIS Srl entrano a far parte della compagine societaria di So.ge.nu.s..

Il capitale sociale deliberato, sottoscritto e versato risulta di euro 1.100.000 ed è così composto:

Socio	N. azioni	Valore	%	Tipo diritto
CIS S.R.L. 00862980422	420.772	420.772,00		proprieta'
COMUNE DI MAIOLATI SPONTINI 00188950422	346.064	346.064,00		proprieta'
ANCONAMBIENTE S.P.A. 01422820421	272.271	272.271,00		proprieta'
COMUNE DI JESI 00135880425	18.613	18.613,00		proprieta'
COMUNE DI CUPRAMONTANA 00208390427	7.573	7.573,00		proprieta'
COMUNE DI CASTELPLANIO 00336080429	6.247	6.247,00		proprieta'
COMUNE DI CASTELBELLINO 82002250429	6.194	6.194,00		proprieta'
COMUNE DI MONTEROBERTO 82002210423	4.895	4.895,00		proprieta'
COMUNE DI MONTECAROTTO 82001480423	4.742	4.742,00		proprieta'
COMUNE DI SERRA SAN QUIRICO 00182380428	4.000	4.000,00		proprieta'
COMUNE DI ROSORA 00279310429	2.765	2.765,00		proprieta'
COMUNE DI POGGIO SAN MARCELLO 00366480424	1.968	1.968,00		proprieta'
COMUNE DI MERGO 00389190422	1.765	1.765,00		proprieta'
COMUNE DI SAN PAOLO DI JESI 00357730423	1.657	1.657,00		proprieta'
COMUNE DI STAFFOLO 00193620424	474	474,00		proprieta'

Come anticipato, So.ge.nu.s. si occupa di gestione dei servizi di smaltimento dei rifiuti urbani e speciali, e di autotrasporto merci conto terzi. In particolare, opera nell'ambito della raccolta, del trasporto e del recupero dei rifiuti solidi urbani differenziati, nonché nella gestione post-operativa dell'impianto di discarica sito nel Comune di Maiolati Spontini.

Attualmente risultano, invece, cessate le attività di raccolta e trasporto in discarica di rifiuti urbani indifferenziati e speciali e le attività di smaltimento di rifiuti speciali non pericolosi e di alcune categorie di rifiuti speciali pericolosi provenienti prevalentemente dalla regione Marche.

Oggi, i servizi ambientali, svolti dalla So.ge.nu.s. e da CIS Srl (socio al 38.25%) nel comprensorio dei 12 Comuni soci, presentano la seguente struttura:

Tabella: "Organizzazione dei servizi"

Segmento servizio	Soggetto di riferimento per la conduzione del servizio		
	CIS srl	Sogenus spa	Altri operatori individuati da ATA che si interfacciano direttamente con i Comuni
Servizio di spazzamento strade e attività complementari	Espletato da CIS srl come da standard servizio definiti con i Soci.		
Trattamento/smaltimento rifiuti indifferenziati (CER 20 03 01)	Dal 1 aprile 2018 il conferimento dei rifiuti CER 200301 avviene (per il tramite del gestore Sogenus spa) presso l'impianto di trattamento meccanico biologico sito nel comune di Corinaldo. Cis srl ha siglato apposito contratto con il gestore dell'impianto CIR 33 Servizi srl, per conto dei 12 comuni soci.		
Trasporto e recupero rifiuto organico (CER 200108)			Espletato da operatori individuati da ATA rifiuti ATO2-Ancona che si interfacciano direttamente con ATA Rifiuti e i singoli Comuni
Trattamento/recupero rifiuto da spazzamento strade (CER 200303)			Espletato da operatori individuati da ATA rifiuti ATO2-Ancona che si interfacciano direttamente con ATA Rifiuti e i singoli Comuni
Raccolta con avvio a Trattamento/recupero rifiuti ingombranti (CER 200307)		Espletato da Sogenus spa	
Raccolta con avvio a Trattamento/recupero rifiuti biodegradabili-compostabili (CER 200201)		Espletato da Sogenus spa	
Raccolta con avvio a Trattamento/recupero pile e farmaci (CER 200134 - 200132)		Espletato da Sogenus spa	
Servizio raccolta rifiuti indifferenziati e differenziati Il servizio comprende anche il lavaggio dei cassonetti stradali.		Espletato da Sogenus spa	

Servizio trasporto rifiuti indifferenziati e differenziati sino agli impianti di trattamento/recupero		Espletato da Sogenus spa	
Servizio raccolta rifiuti ingombranti		Espletato da Sogenus spa	
Servizio raccolta oli esausti	Espletato da Adriatica Oli sulla base del contratto siglato con CIS srl.		
Raccolta Trasporto e recupero indumenti usati	Espletato da Nicoletti Servizi di Filottrano sulla base del contratto siglato con CIS srl.		
Centro Ambiente			Centro Ambiente Il Quadrifoglio di Castelplanio

Per quanto riguarda i risultati conseguiti nel 2023, di seguito un quadro sintetico dei principali valori economico-patrimoniali registrati:

Stato patrimoniale riclassificato	2022	2023
ATTIVO IMMOBILIZZATO	21.110.566 €	21.013.005 €
<i>Liquidità</i>	2.943.658 €	1.611.982 €
ATTIVO CIRCOLANTE	4.153.965 €	2.754.075 €
TOTALE ATTIVO	25.264.531 €	23.767.080 €
PN	4.455.450 €	4.497.699 €
PASSIVITA' CONSOLIDATE	19.668.727 €	17.871.582 €
PASSIVITA' CORRENTI	1.140.354 €	1.397.799 €
TOTALE PASSIVO	25.264.531 €	23.767.080 €

Conto economico riclassificato	2022	2023
Ricavi delle vendite e prestazioni	3.178.296 €	3.521.136 €
VALORE DELLA PRODUZIONE	4.738.896 €	6.285.189 €
VALORE AGGIUNTO	2.136.667 €	2.018.586 €
Retribuzione e altri oneri del personale	1.931.983 €	1.768.823 €
EBITDA	204.684 €	249.763 €
Ammortamenti	106.036 €	97.562 €
Svalutazioni dei crediti e delle immobilizzazioni	- €	- €
Accantonamenti per rischi e altri	- €	- €
EBIT	98.648 €	152.201 €
RISULTATO ANTE-IMPOSTE	240.415 €	307.579 €
RISULTATO NETTO	170.831 €	213.078 €

Il bilancio d'esercizio 2023 chiude con un utile in crescita rispetto all'esercizio precedente per effetto della contrazione del costo del personale dovuta ad alcuni pensionamenti e dell'incremento del valore della produzione dovuto sia alla crescita dei ricavi delle vendite, sia all'aumento degli altri ricavi per l'utilizzo del fondo risanamento discarica.

Per quanto riguarda gli aspetti finanziari, So.ge.nu.s. è caratterizzata da una buona qualità creditizia. Difatti, al termine dell'esercizio 2023, non presenta debiti di natura finanziaria, la liquidità è in contrazione e in attivo sono iscritte somme vincolate e attività finanziarie immobilizzate per gli importi corrispondenti agli oneri da sostenere per la gestione post-mortem. In sintesi, le risultanze di bilancio mostrano una società in equilibrio.

Come anticipato, l'attività di gestione dei rifiuti, ad esclusione della gestione della discarica (c.d. "post-mortem") rappresenta, ai fini della perizia, il ramo d'azienda da conferire. Le ragioni sottese al conferimento del ramo di azienda sono riconducibili all'esigenza di costruire un bacino unico per la gestione dei rifiuti e dell'igiene ambientale nel territorio anconetano.

Per quanto riguarda i valori economico-patrimoniali del ramo d'azienda al 30.06.2024,

si riportano di seguito le informazioni di bilancio fornite:

	raccolta differenziata rsu (30/06/2024)
valore netto contabile cespiti ramo "Rifiuti"	11.937,00
TFR ramo "Rifiuti"	273.690,00
Immobilizzazioni in corso e acconti	88.000,00
Ricavi ramo "Rifiuti"	1.450.614,00
Costi ramo "Rifiuti"	1.125.259,00

Per quanto concerne il 2024, si assisterà sia alla prosecuzione dei lavori di ricopertura finale dell'impianto di discarica, sia al passaggio dell'attività di raccolta differenziata e trasporto dei R.S.U. ad un nuovo gestore unico. In particolare, si attende la definizione del Gestore Unico Provinciale del servizio di igiene ambientale, il cui affidamento dovrebbe ricadere sull'AnconAmbiente S.p.A., previa adesione della So.ge.nu.s. alla compagine sociale di AnconAmbiente tramite conferimento del relativo ramo d'azienda.

4. I METODI DI VALUTAZIONE: GENERALITÀ ED ASPETTI TEORICI

Come è noto non esistono formule o regole definite cui attenersi per effettuare valutazioni di società, aziende o rami di esse. La dottrina e la prassi professionale hanno tuttavia sviluppato metodologie che riscontrano generale accettazione presso gli operatori e che possono adattarsi alle diverse esigenze valutative.

Le metodologie si differenziano tra loro in quanto pongono l'enfasi su aspetti diversi dell'azienda da valutare. Tali metodiche, seppure in astratto tutte corrette sotto il profilo concettuale, presentano però problemi peculiari nella loro applicazione pratica, derivanti dalla corretta identificazione delle variabili essenziali delle formule sottostanti, nonché dalla concreta reperibilità di fonti informative adeguate.

I metodi di valutazione devono perciò essere opportunamente scelti, a seconda della natura e delle caratteristiche dell'azienda da valutare, delle informazioni disponibili,

nonché delle finalità della valutazione stessa.

Il valore, infatti, dipende da molteplici considerazioni proprie delle parti contraenti che, in teoria, ed a seconda dei casi, potrebbero perfino prescindere dagli aspetti patrimoniali, reddituali e finanziari dell'oggetto di negoziazione. Il problema fondamentale della valutazione condotta da un perito indipendente, invece, consiste nell'esprimere sotto forma numerica l'universalità dei fattori che costituiscono nel loro insieme la realtà aziendale. Per quanto sopra specificato, l'obiettivo generale dell'aziendalista in una valutazione è la determinazione del cosiddetto "valore obiettivo", cioè del prezzo che in circostanze normali, astraendosi dalle considerazioni delle parti contraenti, dei loro particolari interessi e dello stato di cose esistenti, può essere considerato come "adeguato" e prossimo ad un valore effettivo di scambio.

È di conseguenza necessario ricordare che la valutazione di qualsiasi azienda non può risolversi in una mera applicazione di formule, utilizzate in modo meccanico sulla base di dati contabili o extra-contabili. Questa regola generale vale soprattutto nelle scelte dei parametri che entrano nelle formule stesse, scelte che necessariamente sono in parte soggettive, in quanto legate sostanzialmente all'esperienza maturata in questo specifico settore professionale.

Prima di illustrare i metodi che si è deciso di adottare nel caso in questione, è opportuno indicare brevemente i caratteri fondamentali di quelli che vengono comunemente proposti dalla dottrina e dalla prassi professionale prevalente.

In prima approssimazione si può affermare che il processo valutativo di un'azienda scaturisce da un complesso esame che investe sia la capacità di reddito dell'oggetto di valutazione che la sua struttura patrimoniale. Pertanto, i criteri valutativi si possono ricondurre a distinti procedimenti di calcolo, quali quelli di seguito individuati.

Criteri del costo

I criteri del costo si fondano sull'ipotesi che un investitore razionale attribuisca ad un bene esistente un valore non superiore al suo costo di sostituzione (o di riproduzione). Il costo di sostituzione (o di riproduzione) include gli oneri associati alla costruzione, ai prezzi applicabili alla data di riferimento della valutazione, di beni simili con utilità equivalente.

I criteri del costo trovano di norma applicazione mediante utilizzo dei c.d. metodi patrimoniali.

Tali metodologie consentono di giungere alla valutazione del capitale economico della società tramite la riespressione a valori correnti dei cespiti e di tutti gli elementi attivi e passivi del patrimonio aziendale; il valore dell'azienda (W) corrisponde, pertanto, al valore del patrimonio netto rettificato (K) a valori correnti, in base alla seguente, in apparenza semplice, formula $W = K$.

Il metodo in questione, che ha il pregio di addivenire ad una valutazione del patrimonio aziendale oggettiva e riscontrabile, si caratterizza per la stima analitica a valori correnti di sostituzione: *analitica*, perché effettuata distintamente per ciascun elemento del patrimonio; *a valori correnti*, perché basata sui prezzi di mercato del momento; *di sostituzione*, perché l'ipotesi di base è quella del riacquisto (o della riproduzione) per elementi attivi e della rinegoziazione per quelli passivi.

Nell'ambito dei metodi di valutazione patrimoniali, si distingue normalmente i metodi patrimoniali semplici ed i metodi patrimoniali complessi: nei primi non sono considerati ai fini della valutazione i beni immateriali (salvo, eventualmente, valori immateriali per cifre modeste o trascurabili, quali ad esempio disaggi su obbligazioni, costi di aumento di capitale, ecc.); nei metodi patrimoniali complessi si considerano, viceversa, anche i beni immateriali.

Criteri economico finanziari

I criteri economico finanziari si fondano sull'ipotesi che il valore di un bene sia pari al valore attuale dei benefici futuri ottenibili dal suo utilizzo.

I criteri economico finanziari sono di norma applicati mediante l'utilizzo delle metodologie reddituali e finanziarie.

Metodi reddituali

I metodi reddituali fondano il proprio presupposto sulla capacità dell'azienda di generare un flusso reddituale riproducibile in futuro. Il valore del capitale economico (W) viene, dunque, stimato sul piano quantitativo, come funzione del reddito atteso R. La definizione del reddito atteso può avvenire sia facendo riferimento ai dati storici che a quelli espressi dai piani aziendali; in ogni caso, l'obiettivo consiste nel pervenire a risultati che possano essere considerati rappresentativi della futura evoluzione della redditività aziendale (c.d. reddito medio prospettico annuo o dizioni analoghe).

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

indefinita.

Nel primo caso, il valore dell'azienda (W) equivale al valore attuale di una rendita temporanea, in cui "R" è il reddito atteso ed "n" la durata prevista, secondo la seguente formula.

Valore attuale del reddito a durata limitata:

$$W = R \cdot \frac{1 - (1+i)^{-n}}{i}$$

Nel secondo caso, il valore dell'azienda (W) equivale al valore attuale di una rendita perpetua di rata costante R calcolata al tasso (i), determinato in base alla seguente formula.

Valore attuale del reddito perpetuo:

$$W = R/i$$

La configurazione del reddito R rilevante, ai fini dell'applicazione del metodo in questione, è quella prospettica, idonea a riflettere le condizioni di redditività attesa dell'azienda, *media*, vale a dire che l'impresa è stabilmente in grado di produrre, e *normalizzata*, ossia depurata dalle componenti straordinarie non ripetibili o, comunque, estranee alla gestione. Pertanto, nella configurazione del reddito R rilevante deve essere eliminata ogni componente negativa la cui appostazione è dettata esclusivamente dall'esigenza di ridurre il reddito imponibile ai fini dell'imposizione fiscale, ovvero dall'intento di attuare determinate politiche di bilancio.

Il reddito *medio normale* deve essere, infatti, calcolato con riferimento a condizioni normali di svolgimento della gestione ed, in particolare, a condizioni di indebitamento "regolari" e non eccezionali, in assenza di situazioni particolarmente favorevoli o sfavorevoli, e consegue da una ridistribuzione nel tempo dei componenti straordinari (plusvalenze e minusvalenze patrimoniali, rettifiche di costi e ricavi di precedenti esercizi, ecc.); il medesimo, inoltre, deve essere determinato al netto degli oneri tributari anche potenziali e dei compensi figurativi diversi dalla remunerazione del capitale proprio e delle eventuali partecipazioni agli utili spettanti a terzi. Il tasso di attualizzazione (i) utilizzato incorpora il compenso derivante dal semplice trascorrere del tempo (sostanzialmente pari al rendimento riconosciuto ad attività prive di rischio) ed altresì l'adeguata remunerazione del rischio d'impresa.

In particolare, il tasso di puro interesse, relativo agli impieghi di capitale a rischio nullo,

è generalmente determinato con riferimento ai rendimenti dei titoli di debito pubblico a scadenza non breve, ovvero allineata alla presunta durata della società.

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

- 1* condizioni generali, ovvero congiuntura economica, inflazione, situazione politico – sociale del paese, ecc.;
- 2* condizioni settoriali, ovvero struttura del mercato di appartenenza, condizioni varie di instabilità del settore, ecc.;
- 3* condizioni aziendali, ovvero solidità patrimoniale, livello e composizione dell'indebitamento, situazione di liquidità variabilità dei risultati operativi della gestione, ecc...

Metodi finanziari

I metodi finanziari ravvisano nella capacità dell'azienda di produrre flussi di cassa l'elemento fondamentale ai fini della valutazione. In particolare, il valore di un'azienda è il risultato della somma algebrica del valore attuale dei flussi di cassa che la stessa sarà in grado di generare in futuro (c.d. Discounted cash flow, in acronimo DCF).

Il tasso di attualizzazione utilizzato per scontare, al valore attuale, i flussi di cassa attesi in futuro può essere il tasso di rendimento del capitale di rischio, ovvero il costo medio ponderato del capitale, a seconda della configurazione di flusso di cassa considerata (equity side vs asset side).

Tali metodi trovano spesso applicazione nei casi in cui sono disponibili proiezioni economiche e patrimoniali di medio-lungo termine e sono generalmente considerati molto affidabili.

Criteri di mercato

I criteri di mercato si basano sull'assunto che il valore di un bene sia determinabile con riferimento al prezzo fatto in scambi di beni simili avvenuti nel recente passato.

I criteri di mercato sono di norma applicati mediante utilizzo delle metodologie riferibili ai multipli di borsa o a transazioni comparabili.

Metodo dei multipli di borsa

Il metodo dei multipli di borsa consiste nel raffrontare il valore della società da valutare comparativamente con quello di società quotate simili. Tale metodo è normalmente utilizzato per la valutazione di aziende con titoli non quotati su mercati regolamentati, ma che abbiano caratteristiche in qualche misura assimilabili a società quotate.

Il metodo dei multipli trova fondamento nei dati espressi dalle transazioni di mercato per beni omogenei, e quindi comparabili, a quello oggetto della valutazione. Tale metodo si sostanzia nell'applicazione di una percentuale o di un moltiplicatore ad una grandezza economica (di solito il reddito netto, il reddito operativo, il margine operativo lordo, l'ebit, l'ebitda, ecc..) ritenuta significativa ed in grado di esprimere il valore del bene. A ciò si applicano normalmente dei correttivi (sconti) per tenere conto del diverso grado di liquidabilità delle società prese in considerazione.

Metodi delle transazioni comparabili

I metodi delle transazioni comparabili consistono nel riconoscere all'azienda un valore pari ai prezzi fatti in transazioni recenti fuori mercato, aventi per oggetto aziende simili. Il problema, a questo proposito, è ovviamente quello di disporre di informazioni adeguate.

Criteri misti

I criteri misti si fondano sull'idea che il valore di un bene dipenda sia dal suo costo di sostituzione (o di riproduzione), sia dalla sua capacità di produrre benefici economici futuri. Tali criteri sono di norma applicati mediante utilizzo di combinazioni di metodi sia patrimoniali che reddituali. Tra i metodi misti una delle metodologie più diffuse è appunto quella del *metodo misto patrimoniale-reddituale con stima autonoma dell'avviamento*.

Questo metodo, che attua una sorta di mediazione tra i pregi e i difetti dei criteri patrimoniali e reddituali, consente di considerare, nel processo valutativo, tanto la consistenza patrimoniale dell'azienda, quanto le sue prospettive di reddito: la stima è idonea, pertanto, a riflettere gli elementi di obiettività e verificabilità propri dell'analisi patrimoniale (valutazione dell'attivo, ivi compresi i beni e i diritti, al netto dei capitali dei terzi investiti in azienda), senza tuttavia trascurare le attese reddituali, concettualmente più rappresentative del valore economico dell'azienda.

Il medesimo prevede, in concreto, la determinazione del valore del patrimonio dell'azienda, mediante la verifica della consistenza delle attività investite in azienda, al netto delle passività, a cui si aggiunge l'avviamento che rettifica in aumento (goodwill) o in diminuzione (badwill) il valore patrimoniale netto rettificato.

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

5. METODI DI STIMA ADOTTATI PER LA DETERMINAZIONE DEL VALORE CORRENTE TEORICO DEL RAMO D'AZIENDA "RIFIUTI ED IGIENE AMBIENTALE"

Si espongono di seguito le principali motivazioni alla base della scelta metodologica operata dallo scrivente ai fini della determinazione del valore del ramo d'azienda "Rifiuti ed igiene ambientale" della società So.ge.nu.s. S.p.A., a cui si aggiunge la precisazione che sarà il medesimo metodo che verrà adottato nella valutazione delle altre società interessate alla operazione di conferimento a cui si è fatto riferimento prima.

È utile ricordare che i Principi Italiani di Valutazione (PIV), in tema di conferimento, precisano quanto segue: *"IV.5. Conferimenti e trasformazioni. Premessa. In questa sezione viene affrontato il tema della valutazione dei conferimenti in natura disciplinato dagli artt. 2343, 2343-ter e 2465 c.c. Poiché l'art. 2500 c.c. relativo alle trasformazioni, espressamente rinvia agli artt. 2343 e 2465, gli stessi principi trovano applicazione nel campo delle trasformazioni.*

(...). Sotto il profilo della sostanza economica, i conferimenti possono essere distinti in due principali categorie in relazione alle caratteristiche della società beneficiaria:

- 1) conferimenti a favore di una conferitaria neocostituita;*
- 2) conferimenti a favore di una conferitaria già operativa.*

In entrambi i casi, la valutazione di conferimento è finalizzata a garantire i creditori e i terzi dell'effettiva sussistenza del capitale della conferitaria; tuttavia, nel caso di conferitaria già operativa, il conferimento richiede anche che sia garantito nella valutazione un equilibrio negoziale fra valore del conferimento e valore delle nuove azioni emesse a servizio del conferimento, del tutto simile a quello che si realizza nel

caso delle fusioni.

La valutazione non può considerare comunque valori potenziali, ma solo valori in atto”.

Ancora, sempre per i PIV:

“Sotto il profilo valutativo è importante anche distinguere fra conferimenti che hanno per oggetto un insieme (non organizzato) di beni o piuttosto un’azienda o un ramo di azienda. La principale differenza fra singoli beni e aziende (o rami) attiene al fatto che solo a queste ultime/i può essere eventualmente associato avviamento. Nel caso di conferimento di un insieme organizzato di beni bisogna poi distinguere fra conferimenti di aziende e conferimenti di rami di azienda. La principale differenza in questi casi attiene al fatto che nel caso di conferimento di azienda l’esperto normalmente dispone d’informazione storica in merito alle performance (conto economico) del compendio conferito mentre nel caso dei rami spesso questa informazione non è disponibile. Inoltre nel caso del conferimento dei rami è spesso necessario anche normalizzare il reddito atteso del perimetro conferito quando il ramo è un segmento operativo di un’azienda preesistente, modificato: nell’aspetto patrimoniale, aggiungendo togliendo alcune attività o passività in sede di formazione dell’apporto; oppure nell’aspetto gestionale, aggiungendo o togliendo prodotti, mercati, clienti, know-how, personale, ecc.”

Fatta questa premessa, tornando all’applicazione del metodo di valutazione, come già accennato, nessuna delle metodologie precedentemente esposte può considerarsi in assoluto preferibile rispetto alle altre. Tutti i metodi utilizzati nella prassi professionale possiedono infatti pregi e difetti, e nessuna scelta metodologica può essere esente da critiche.

In generale la scelta del metodo di valutazione deve quindi essere effettuata tenendo in considerazione:

1. le caratteristiche specifiche e la situazione dell’azienda oggetto di valutazione;
2. lo scopo per cui è stata richiesta la valutazione;
3. la qualità ed il grado di dettaglio delle informazioni disponibili.

La scelta dei criteri e dei metodi di valutazione è inoltre influenzata dalle finalità e dal contesto della valutazione, nonché dalla qualità delle informazioni disponibili.

Le finalità determinano in misura incisiva la scelta dei criteri. È chiaro che le

prospettive di cessione di una società possono portare a scelta di metodi molto orientati al mercato, quali i multipli, mentre in un conferimento si è di regola più propensi a scegliere tecniche più prudenziali, quali i metodi patrimoniali. Nel caso di un recesso, ancora, si esclude per prassi prevalente l'adozione di premi/sconti di maggioranza, in altri casi, invece, ne è tipica ed opportuna l'adozione.

In quanto alle informazioni disponibili, se la società è dotata di un piano industriale, questo consente la possibilità di optare per un approccio basato sui flussi, siano essi reddituali (metodo reddituale) o finanziari (DCF). Nel caso di specie, non sono disponibili dei piani industriali.

Per altro il DCF, visto il metodo tariffario in vigore, crea significative disparità tra le aziende che stanno investendo e quelle più consolidate, che si trovano a non dover subire il gap temporale tra le uscite determinate dagli investimenti ed il loro riconoscimento in tariffa.

I flussi, ancora, sono tipicamente correlati ad una visione lucrativa della gestione aziendale, la qual cosa mal si concilia con la natura delle società in house, che operano in una logica di mantenimento dell'equilibrio e che, ove dimostrassero entrate e ricavi significativi, si vedrebbero inevitabilmente costrette a contenere le tariffe negli anni successivi.

Per la medesima ragione, dopo attenta riflessione, ci sentiamo di escludere i metodi empirici, e segnatamente quello di più semplice e diffusa applicazione, ovvero il metodo dei multipli, anche se è pur vero che riconoscere un adeguato peso al fatturato aziendale è in certa misura necessario, dato il valore che esso rappresenta.

I multipli, infatti, hanno una vocazione fortemente di mercato e, dato il contesto, non ci paiono rispondenti alle finalità di un conferimento in natura, né del valore di recepimento dello stesso. In questi casi è opportuno muoversi con estrema prudenza, onde evitare di correre il rischio di annacquare il patrimonio netto aziendale risultante dalla operazione. Per altro i multipli portano a valori estremamente volatili e tengono conto di riferimenti di mercato finanziario che non possono avere riscontro in delle società pubbliche organizzate secondo il modello dell'in house providing.

Tenendo conto delle informazioni forniteci e della finalità della valutazione, nel caso di specie, consapevoli della necessità di effettuare una scelta coerente con l'operazione in corso, la nostra preferenza ricade sul metodo patrimoniale complesso, giacché esso, oltre ad essere un metodo razionale e obiettivo, tiene in qualche misura conto delle componenti immateriali, esprimibili in certa misura dalla capacità della

azienda di essere attrattiva e di generare ricavi, qui esprimibile come valore del marchio o, in altri termini, di avviamento.

Pertanto, l'applicazione del metodo patrimoniale complesso ci pare il metodo preferibile dato il contesto di cui si tratta.

Secondo il metodo patrimoniale complesso, come noto, si misura in prima battuta il patrimonio netto rettificato, frutto della riespressione dei valori di bilancio a valori di mercato. Ad esso viene sommato appunto il valore di avviamento (I), inteso come valore di *"intangibile"* di sintesi.

Vale la pena di ricordare che, nella prassi professionale, normalmente si tende ad utilizzare, nell'ambito di uno stesso processo di stima, un metodo principale ed uno di controllo. In linea di principio, infatti, questo serve a confermare la correttezza del metodo principale. Nel caso di specie, alla luce del fatto che non ci paiono adatti gli altri metodi sopra elencati, ovvero, né quelli fondati sui flussi né quelli empirici, a dare una corretta misura del valore della società (e delle società oggetto della operazione complessivamente intesa) non si procederà all'applicazione di un metodo di controllo, affidandosi, quindi, al solo metodo patrimoniale complesso. Questo approccio valutativo, per altro, è certamente prudente e pare, quindi, adatto ad un conferimento di rami di azienda che coinvolge solo società in house, che sono, pertanto, poco in sintonia con metodiche più orientate al mercato.

Si procede, ora, alla determinazione del valore del ramo d'azienda *"Rifiuti ed igiene ambientale"* di So.ge.nu.s. S.p.A., procedendo prima all'applicazione del criterio delle royalties e poi alla determinazione del patrimonio netto rettificato.

6. IL METODO PATRIMONIALE COMPLESSO E IL CRITERIO DELLE ROYALTIES

Come si è detto, una evoluzione del metodo patrimoniale semplice è rappresentata dal c.d. *"metodo patrimoniale complesso"*. In questo caso, oltre ai beni materiali dell'azienda, vengono presi in considerazione anche quelli immateriali, i cosiddetti *"intangibles"*, che siano essi già contabilizzati o meno¹.

Valutare il capitale economico di un'azienda applicando il metodo patrimoniale semplice vuol dire misurare solo i beni materiali ed ignorare quegli elementi

¹ cfr. S. Pozzoli, Valutazione d'azienda, Milano. Ipsosa, 2024.

immateriali che sono i veri fattori del successo competitivo dell'azienda.

Infatti, gli intangibles assumono un ruolo significativo nel conseguimento di valore e di vantaggio competitivo di un'azienda; ma per poter essere ricompresi nel processo di valutazione aziendale, devono possedere alcuni requisiti, fra i quali: essere negoziabili ovvero trasferibili, poiché nella logica del sistema patrimoniale non ha senso misurare il valore di un bene che non può essere ceduto singolarmente considerato; il loro valore deve essere determinabile, in base alle metodologie elaborate dalla prassi aziendale; la loro utilità deve essere ragionevolmente durevole, e devono quindi consistere in immobilizzazioni.

Normalmente, tali assets si dividono in due categorie, ovvero gli intangibles di marketing (quali ad esempio il logo della società, il marchio, le insegne, ecc.) e gli intangibles tecnologici (quali ad esempio know how, software, brevetti, data-base, investimenti in R & S).

La formula che esprime da un punto di vista quantitativo il valore del capitale economico, applicando il metodo patrimoniale complesso, è la seguente²:

$$W = K' + I$$

dove:

K' = valore del capitale netto rettificato;

I = valore dei componenti immateriali non contabilizzati.

Il valore del capitale netto rettificato è in sostanza il risultato dell'applicazione del metodo patrimoniale semplice. La logica alla base del metodo patrimoniale è quella di pervenire alla stima del valore attraverso l'espressione a valori correnti delle poste attive e passive del patrimonio. In formula:

$$W = K'$$

laddove:

W = valore economico dell'azienda determinato con il metodo patrimoniale semplice

K' = valore del patrimonio netto rettificato.

² cfr. S. Pozzoli, Valutazione d'azienda, Milano. Ipsosa, 2024.

In base a tale criterio, il valore corrente teorico di una società è dato dalla somma algebrica del valore del patrimonio strumentale. Il primo passaggio nell'applicazione di questa metodologia consiste nell'esprimere a valore corrente tutte le poste dell'attivo e del passivo dello stato patrimoniale; in questo modo si giunge alla determinazione di un patrimonio netto espresso a valori correnti detto "patrimonio netto rettificato".

Il patrimonio netto rettificato K' è il risultato, quindi, di una valutazione al valore corrente di mercato, in ipotesi di continuità di gestione, di tutte le attività debitamente diminuite di tutte le passività.

Tale valutazione si articola generalmente nelle seguenti fasi:

1. identificazione del patrimonio netto contabile (i);
2. accertamento delle eventuali differenze fra il valore corrente ed il valore contabile delle attività e delle passività patrimoniali (ii);
3. applicazione della fiscalità latente sui plusvalori determinati (iii);
4. calcolo del patrimonio netto rettificato (iiii).

La misura del patrimonio netto contabile non solleva generalmente problemi applicativi, in quanto si risolve nel sommare al capitale versato le riserve di natura patrimoniale risultanti in bilancio. Tale importo viene poi integrato dal risultato netto del periodo di riferimento.

Per quanto riguarda, invece, il valore dei componenti immateriali non contabilizzati, nella prassi esistono tre principali categorie di approcci valutativi per gli intangibles, che sono in sostanza delle varianti dei metodi tradizionali (flussi, multipli, empirici, ecc.) capaci di adattarsi maggiormente alla realtà oggetto di valutazione³. Questi possono essere classificati come:

- I. Approccio del costo – si fa riferimento al costo storico oppure al costo di riproduzione. Rientrano in tale approccio i criteri analitici basati sul costo;*
- II. Approccio del risultato differenziale - si attualizzano i redditi differenziali o si stima il costo della perdita. Rientrano in tale approccio i criteri analitici economici;*

³ cfr. S. Pozzoli, Valutazione d'azienda, Milano. Ipsoa, 2024.

III. *Approccio del mercato - si fa riferimento ai metodi più utilizzati per il calcolo del valore del marchio. Rientrano in tale approccio i criteri empirici.*

I “criteri analitici basati sul costo” a loro volta si distinguono in “criterio del valore residuo dei costi sostenuti per ottenere i beni” e in “criterio dell’attualizzazione dei costi da sostenere per riprodurre i beni”, laddove il primo consiste nell’individuazione dei costi sostenuti per l’acquisizione del bene e nella sua successiva espressione a valori correnti, al netto degli ammortamenti, in modo da tenere conto della vita media residua del bene; mentre il secondo consiste nella stima dei costi necessari a riprodurre i beni, e può essere effettuata identificando tutti i costi effettivamente necessari alla riproduzione e quindi, ove si trattasse di stimare il valore del marchio aziendale, si tratta di identificare i costi per tutte le spese pubblicitarie e promozionali sostenute per la diffusione del marchio (spot pubblicitari su media, cartelloni affissi nelle città, iniziative promozionali, ecc.).

I “criteri analitici economici” mirano invece all’attualizzazione dei redditi spettanti al possessore dei beni o, in alternativa, delle perdite che si subirebbero in caso di cessione del bene. L’applicazione di questo metodo può essere espressa dalla formula sotto riportata che permette l’attualizzazione dei benefici (intesi come differenza fra ricavi e costi connessi) relativi al bene oggetto di stima.

$$BI = (R - C) an^{-i}$$

dove:

BI = valore dell’intangibile che si vuole stimare

R = ricavi attesi e derivanti dal possesso dell’intangibile (i ricavi che ci si attende di ottenere relativamente allo sfruttamento del marchio)

C = costi di mantenimento dell’intangibile (le spese pubblicitarie da sostenere per evitare un deprezzamento / indebolimento del marchio)

n = numero di anni per cui si prevede di poter sfruttare l’intangibile (il marchio)

i = tasso di interesse per l’attualizzazione

È possibile anche cercare di misurare il decremento dei ricavi, e quindi le perdite, che privarsi del bene comporterebbe, per stimare il costo opportunità che determinerebbe la cessione dell’intangibile (ad esempio il calo delle vendite in seguito alla cessione del proprio marchio). In questo caso si procede ad attualizzare le perdite

presunte:

$$BI = L \text{ an}-i$$

dove:

BI = valore dell'intangibile da stimare

L = sono le perdite che si prevede di dover subire negli anni successivi alla cessione dell'intangibile

n = numero di anni necessari a ricostituire la situazione di mercato ante cessione

i = tasso di interesse per l'attualizzazione

In realtà, sia nel caso degli approcci del costo che di quelli fondati sui flussi, si tratta di metodiche molto teoriche e, soprattutto, estremamente discrezionali, quando non del tutto arbitrarie. Per questa ragione, nella prassi professionale, sono molto più diffusi i metodi empirici.

Tra i “*metodi empirici o di mercato*” vi rientrano, secondo i PIV (III.5.10), il “*criterio delle transazioni comparabili*” ed il “*metodo delle royalties*”.

Il “*criterio delle transazioni comparabili*” determina il valore del bene intangibile sulla base di multipli desunti da transazioni aventi per oggetto beni simili. A causa della eterogeneità dei beni immateriali può essere difficile identificare beni immateriali comparabili. Infatti, è spesso necessario in questi casi procedere a rettificare i multipli per considerare quegli aspetti che appartengono al bene oggetto di transazione e non al bene oggetto di valutazione e viceversa.

Il “*criterio delle royalties*” di mercato di beni comparabili determina il valore del bene sulla base del valore attuale delle royalties riconosciute su beni comparabili.

Questo è il metodo che, a parere di chi scrive, è di regola il più affidabile. In tal caso il valore del marchio o del brevetto è ricavato attualizzando la percentuale di royalties ottenibile dalla concessione degli stessi per un ragionevole numero di anni.

Come è noto sono disponibili servizi quali, *RoyaltySource* (<https://royaltysource.com/>) ed altri, che consentono di avere una indicazione empirica sul tasso da applicare ai fatturati attesi, che andranno poi attualizzati.

Si noti che la dottrina prevalente ritiene che il flusso debba essere sempre calcolato al

netto delle imposte, come meglio verrà spiegato nel prosieguo.

Ai fini della presente perizia di stima si è scelto di adottare un approccio empirico, in particolare il cosiddetto “*criterio delle royalties*”, per far emergere un *intangibile asset*, in particolare un *avviamento*.

Il tasso di royalties può assumere valori molto diversi in funzione del settore merceologico di riferimento, della forza del marchio e del grado di concorrenzialità del settore medesimo.

Il criterio delle royalties si esplica, fondamentalmente, nell’applicazione della seguente formula:

$$W_M = \sum_{t=1}^n \frac{F_t \cdot r}{(1+i)^t}$$

dove:

WM = valore economico del marchio;

r = percentuale dei flussi di fatturato attesi, attribuibili alla royalty da valutare;

F_t = valore normalizzato dei fatturati attesi;

n = vita utile del bene immateriale;

i = tasso di attualizzazione.

Nel caso di specie, lo scrivente procederà prima alla stima autonoma dell’avviamento (I) con il metodo delle royalties e successivamente alla determinazione del patrimonio netto rettificato (K’). Questo, per comodità di calcolo, giacché il valore “I” rientra nel K’ ed è quindi prodromico alla determinazione del valore economico del ramo d’azienda “*Rifiuti ed igiene ambientale*” della società.

7. IL CRITERIO DELLE ROYALTIES E LA STIMA AUTONOMA DELL’AVVIAMENTO

Si procede, dunque, all’individuazione delle variabili necessarie per il calcolo dell’intangibile asset secondo il criterio delle royalties:

- “n”, ovvero la vita utile da considerare;
- “Ft”, ovvero il fatturato atteso;
- “r”, ovvero il royalty rate;
- “i”, ovvero il tasso di attualizzazione.

Si ritiene ragionevole stimare la vita utile (n) dell’intangibile in 5 anni, non trattandosi propriamente di marchio, ma di avviamento, ovvero di attitudine del ramo d’azienda “Rifiuti ed igiene ambientale” a produrre valore. Si considera prudentiale l’orizzonte temporale 2024-2028 sul quale costruire i fatturati attesi del periodo in esame, tenendo conto che la data di riferimento della perizia è il 30.06.2024, le attualizzazioni verranno operate con riferimento a tale data.

Non potendo utilizzare i valori del piano industriale, si procede alla costruzione del dato di fatturato atteso (Ft) e si ritiene congruo utilizzare, nell’orizzonte temporale scelto, un valore pari al fatturato 2023 del solo servizio “Rifiuti ed igiene ambientale” di euro 2.702.353. Di seguito una tavola di sintesi, estratta dalla nota integrativa al bilancio 2023, dei ricavi delle vendite per area di attività, dalla quale sono stati desunti i valori del fatturato del servizio “Rifiuti ed igiene ambientale”:

Suddivisione dei ricavi delle vendite e delle prestazioni per categoria di attività

(Rif. art. 2427, primo comma, n. 10, C.c.)

Descrizione	31/12/2023	31/12/2022	Variazioni	%+/- 2023/2022
Ricavi R.S.U. - R.S.A.U.		€ -	€ -	0,00%
Residui per VERDE		€ -	€ -	0,00%
BIOGAS	€ 24.340	€ 63.237	€ (38.897)	-61,51%
Appalto raccolta R.S.U.	€ 2.702.353	€ 2.695.384	€ 6.969	0,26%
Rimborso Percolato Comune Maiolati s.	€ 795.852	€ 419.675	€ 376.177	89,64%
Contributi c/esercizio	31394	€ 12.606	€ 18.788	149,04%
Altri ricavi – Plusvalenze	€ 2.731.250	€ 1.547.994	€ 1.183.256	76,44%
Totale	€ 6.285.189	€ 4.738.896	€ 1.546.293	32,63%

Pertanto, il fatturato atteso (Ft) nel periodo 2024-2028 si stima pari ad euro 2.702.353.

Per quanto riguarda il valore delle royalties relative al settore dei rifiuti, si è ritenuto

opportuno valutare i report redatti e prodotti dalla società Royalty Source. Interrogando, infatti, il sito web della Royalty Source⁴, si è fatta richiesta di un report che potesse fornire il tasso di royalty specifico del settore dei rifiuti.

La ricerca condotta nell'ambito dell' "Environmental Waste Management Related" da parte della Royalty Source ha prodotto alcuni report sulla base di un campione di aziende, europee e statunitensi, militanti in svariati settori della gestione del rifiuto (dal trattamento e recupero del rifiuto domestico, alla conversione in energia e fertilizzanti del rifiuto industriale, alla bonifica delle acque reflue, ecc.), che hanno portato lo scrivente ad individuare un tasso di royalty giudicato congruo ai fini della presente perizia.

La scelta di rivolgersi ad un operatore internazionale specializzato è funzionale alla necessità di circoscrivere, per quanto possibile, la discrezionalità della scelta del tasso di royalties da applicare, così da evitare di fare un generico riferimento ad una prassi aziendale.

Di seguito una sintesi dei tassi di royalties selezionati tra quelli forniti dalla Royalty Source (in sostanza si sono presi solo quelli relativi al mondo occidentale):

Royalty Rate, % (high range)	Royalty Rate, % (low range)	Royalty Base
5	1	Revenue
5	5	net sales
5	5	sales
2,5	2,5	gross sales
8	8	gross sales
5	5	sales
10	10	gross revenue
5	5	gross revenue
6	6	gross revenue
9	9	gross revenue
5	1	sales
2	2	gross revenue
1	1	sales
5	5	net sales
5	5	gross revenue
5	5	gross revenue
5	5	gross sales
5	5	gross sales
5	5	gross sales
5	5	gross sales

Analizzando i tassi, si è ritenuto opportuno anzitutto non considerare i tassi relativi alla c.d. "high range" e di focalizzarsi prudenzialmente solo su quelli inclusi nel "low range". Ancora, si è deciso di non considerare i tassi di royalties superiori al 5%, tenuto

⁴ <https://www.royaltysource.com/>

conto anche del fatto che il “Green Book 2023” redatto da Fondazione Utilitatis⁵ identifica un ebit medio per il settore dei rifiuti pari al 5%. Pare, dunque, ragionevole, individuare quale valore di riferimento il valore medio fra i tassi di royalties compresi tra l’1% ed il 5% presenti nel “low range”, ottenendo così un **royalty rate del 3,91%**.

Diventa, a questo punto, essenziale individuare il tasso di attualizzazione da utilizzare nella valutazione corrente. Il tasso è, infatti, uno degli elementi fondanti dell’impianto valutativo e dalla sua corretta determinazione dipende ampiamente la qualità dell’output finale e la misura del valore dell’azienda. Tra i precetti chiave per determinare il tasso si ricorda in particolare la coerenza fra tasso e flussi in termini di natura del flusso, nell’ipotesi in cui la valutazione si basi su flussi disponibili per la proprietà aziendale allora si ricorre ad un tasso che esprime unicamente il costo dei mezzi propri, c.d. valutazioni equity side; mentre se la valutazione ha ad oggetto flussi monetari operativi unlevered, c.d. valutazione asset side, si utilizza il tasso nella configurazione del costo medio ponderato del capitale (Wacc), quale sommatoria di due fattori: il costo del capitale proprio ed il costo del capitale di terzi.

Quando si applica il metodo finanziario, i flussi di cassa attesi generati dall’impresa sono scontati al loro valore attuale utilizzando un tasso di rendimento che rifletta il rischio relativo dell’investimento, così come il valore finanziario del tempo. Questo rendimento è un tasso complessivo basato sui tassi di rendimento del capitale proprio e del debito finanziario.

Questo rendimento, noto come *Costo Medio Ponderato del Capitale (Wacc)*, è calcolato ponderando i rendimenti richiesti del debito e del capitale proprio sulla base di una struttura obiettivo del capitale.

La formula generale per il calcolo del Wacc è:

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

dove

Wacc = costo medio ponderato del capitale investito;

Kd (1-t) = costo del capitale di debito dopo le imposte;

D/D+E = valore di mercato del capitale di debito in percentuale rispetto al capitale

⁵ GREEN BOOK 2023 – Fondazione Utilitatis

investito totale (somma di debito e patrimonio netto);

Ke = costo del capitale di rischio;

E/D+E = valore di mercato del capitale di rischio in percentuale rispetto al capitale investito totale.

Secondo la prassi professionale, nella determinazione del tasso si deve tener conto di due fattori:

- I. la remunerazione per il differimento temporale, il c.d. price of time, vale a dire la ricompensa per la rinuncia al consumo nell'immediato di una disponibilità liquida della quale l'investitore si priva per acquisire un'attività;
- II. la remunerazione per il rischio legata alla probabilità di manifestazione o meno del flusso che discende dalla detenzione di una certa attività, cioè il frutto dell'investimento.

Vari sono i modelli e le teorie elaborate dalla comunità finanziaria per attribuire oggettività alla selezione del premio, ma il modello più accreditato che si rinviene nella prassi aziendalistica per la misurazione del costo del capitale netto è il *Capital Asset Pricing Model (CAPM)*.

Infatti, i PIV al punto III.1.44 precisano che *“Ai fini della determinazione del costo dei mezzi propri, è normalmente utilizzato il Capital Asset Pricing Model (CAPM), il quale è basato su ipotesi la cui plausibilità nel caso oggetto di esame deve essere vagliata dall'esperto. L'utilizzo di eventuali correttivi al CAPM, oppure di altri modelli, deve essere segnalato”*.

Nonostante i limiti del CAPM, l'OIV invita comunque a non allontanarsi da questo modello perché tale scelta potrebbe ridurre il grado di oggettività e di dimostrabilità della stima.

Il CAPM, come noto, è funzione di tre fattori legati dalla formula sotto riportata:

- risk free rate (Rf);
- risk premium (Rm - Rf);
- beta (β) coefficiente di rischiosità sistematica non diversificabile

$$R = R_f + \beta X (R_m - R_f)$$

Il modello CAPM consente di trovare il rendimento di un investimento (un'attività) mediante la somma fra il free risk ed un premio di rischio che esprima il rischio non diversificabile. Come si può osservare dalla formula, il premio dipende dalla rischiosità sistematica dell'azienda oggetto di valutazione la cui misurazione viene affidata al coefficiente beta. Dunque, la formula del CAPM può essere scomposta come segue:

$$R = \boxed{R_f} + \boxed{\beta \times (R_m - R_f)}$$

fattore tempo rischio sistematico

In ogni caso secondo i PIV punto (III.1.45): *“In sede di applicazione del CAPM, l'esperto deve prestare grande attenzione alle tre principali variabili fondamentali: il tasso esente da rischio (il così detto risk free rate), il premio per il rischio di mercato, il coefficiente β appropriato (come indicatore del rischio sistematico) all'azienda o al ramo d'azienda da valutare. L'individuazione di queste grandezze deve essere coerente con il contesto, con il mercato, e con le particolari caratteristiche dell'entità oggetto di stima”*. Il risk free rate, vale a dire la prima componente del CAPM, ovvero quel tasso a cui si aggiunge un premio per il rischio per determinare il rendimento atteso di un investimento rischioso, costituisce il rendimento riconosciuto in un mercato in equilibrio per prestiti considerati non incerti. Questa componente del modello viene associata al rendimento dei titoli di Stato. Quindi l'assunzione del rendimento di un titolo di stato può rappresentare una buona approssimazione del risk free rate, ovviamente se ci stiamo riferendo ad aziende operanti in Paesi in cui lo Stato Sovrano è ragionevolmente solido.

La seconda componente del CAPM, come si è detto, è il premio per il rischio che rappresenta il rendimento richiesto in media dagli investitori per spostarsi dall'investimento privo di rischio (titolo di stato) ad un investimento genericamente definibile quale rischioso (titolo azionario).

Il premio per il rischio rappresenta quindi la differenza tra il rendimento del mercato ed il rendimento di un investimento in titoli privi di rischio (risk free rate). Secondo i PIV *“il premio per il rischio dovrebbe essere una grandezza che l'esperto estrae direttamente tramite un approfondimento in merito agli andamenti di mercato”*. In concreto, nella prassi professionale, si registra la consuetudine di determinare il

premio basandosi sull'extrapolazione di dati storici resi disponibili da banche dati come quella della Ibbotson Associates che raccoglie anche informazioni sui rendimenti di azioni e di titoli di stato a breve e a lungo dal 1926 ad oggi⁶.

L'ultimo elemento da considerare nel modello CAPM è il fattore beta (β) che rappresenta la misura del rischio sistemico da associare al flusso da valutare in relazione alla volatilità del suo rendimento rispetto a quello del mercato⁷. Il coefficiente beta misura la rischiosità specifica della singola azienda o, in subordine, del settore operativo, vale a dire il rischio che l'investitore sopporta investendo in una determinata società anziché nel mercato nel suo complesso.

Il beta è funzione essenzialmente di tre variabili: tipo di attività dell'impresa, intensità della leva operativa, intensità della leva finanziaria⁸. Quanto al settore, un business sensibile alle condizioni di mercato presenta ovviamente un beta maggiore.

Tecnicamente, la stima del coefficiente beta si basa sulla regressione dei rendimenti del titolo oggetto di stima rispetto ai rendimenti del portafoglio di mercato; la difficoltà di determinare il beta è particolarmente evidente per le società non quotate, dove non esiste un coefficiente espresso dal mercato, questo soprattutto in mercati poco sviluppati come quello italiano. Esemplicando, ad un'azienda di minori dimensioni, che non presenta particolari vantaggi competitivi, corrisponde di regola un coefficiente beta più elevato.

Il beta può assumere un valore compreso tra 0 e 2, il beta medio di tutti gli investimenti, ponderato per la capitalizzazione di mercato, nel CAPM è pari a 1.

Dunque, il beta che stimiamo per un'attività dovrebbe misurare il rischio aggiunto da quell'attività ad un portafoglio diversificato. Un'azienda con beta inferiore ad 1 si può considerare esposta in modo modesto al rischio di mercato, diversamente da quella che presenta un coefficiente superiore ad 1.

Alcuni analisti, una volta ottenuto il rendimento atteso, rettificano il risultato per tenere conto dei limiti del modello. Alcuni studi sul CAPM hanno messo in evidenza che esso tende a sottostimare il rendimento atteso per le imprese di minori dimensioni. Di conseguenza, è pratica abbastanza comune aggiungere il cosiddetto

⁶ Una fonte gratuita e molto aggiornata, inoltre, si ritrova nelle pagine web gestite da Aswath Damodaran, professore di Finanza presso la Stern School of Business della New York University ed autore di moltissime pubblicazioni in tema di valutazione aziendale (<http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>). Una sezione del suo "Damodaran on line" è appunto dedicata ad informazioni quantitative di mercato.

⁷ Guida alla Valutazione, Borsa Italiana.

⁸ La stima dei parametri di rischio Aswath Damodaran.

small firm premium, così da ottenere il costo del capitale netto per le imprese più piccole. Tale premio è solitamente stimato sulla base dei dati storici ed è rappresentato dalla differenza del rendimento medio annuo dei titoli a minore capitalizzazione e il resto del mercato nella misura circa dal 3% al 3,5%⁹.

È da subito evidente, alla luce di quanto ora esposto, che la scelta del tasso sia molto discrezionale, nascendo da un mix di componenti tutte parametriche. Pur non potendo astrarsi del tutto da criteri di discrezionalità tecnica che determinano la scelta di un coefficiente di rischio specifico per la singola impresa, si ritiene che sia preferibile, per la neutralità del dato, fare riferimento a quanto contenuto nella deliberazione del 23 gennaio 2024 n.7/2024/R/RIF "OTTEMPERANZA ALLE SENTENZE DEL CONSIGLIO DI STATO, SEZIONE SECONDA, NN. 10548, 10550, 10734, 10775 DEL 2023, IN MATERIA DI REGOLAZIONE TARIFFARIA DEGLI IMPIANTI DI TRATTAMENTO DI RIFIUTI, DI CUI ALLA DELIBERAZIONE DELL'AUTORITÀ 363/2021/R/RIF, E ULTERIORI DISPOSIZIONI ATTUATIVE. L'AUTORITÀ DI REGOLAZIONE PER ENERGIA RETI E AMBIENTE". Nel documento indicato ARERA delibera all'articolo 2 su "Aggiornamento del tasso di remunerazione ai fini delle predisposizioni tariffarie per il biennio 2024-2025" ed individua, fra gli altri, **il valore del tasso di remunerazione del capitale investito netto $WACC_a$ del servizio integrato di gestione dei rifiuti urbani pari al 6,3%:**

	Servizio integrato di gestione dei rifiuti urbani
$WACC_a$	6,3%
$WACC_{RID,a}$	5,0%
Kd_a^{real}	1,64%

La scelta di un tasso "pubblico", fermo che anch'esso non è privo di difetti, ci pare comunque rappresentare un elemento di trasparenza necessario giacché è facilmente disponibile a chiunque, ed è, nel caso di specie, quello definito da ARERA e quindi il punto di riferimento nel settore.

Occorre, a questo punto, fare una precisazione prima di procedere al calcolo del valore dell'avviamento. La presente valutazione viene effettuata alla data del 30 giugno 2024; pertanto, il fatturato considerato dovrà essere ricondotto al valore attuale al 30 giugno 2024, il che significa che le attualizzazioni non devono essere effettuate con riferimento all'anno, ma al semestre.

⁹ Cfr. A. Damodaran, Valutazione delle aziende, Maggioli editore, 2014

Per procedere in tal senso occorre trasformare il tasso di attualizzazione annuale in un tasso di attualizzazione semestrale utilizzando la formula di conversione in regime composto di seguito riportata:

$$i_k = (1 + i)^{1/k} - 1$$

Il tasso di attualizzazione semestrale (Wacc semestrale) utilizzato ai fini della presente perizia è pari a **3,102%**:

WACC CICLO INTEGRATO RIFIUTI URBANI - TASSO TARIFFARIO ARERA	6,30%	007-2024-R-rif WACC ARERA			
	WACC	6,30%			
		tasso annuale			
ATTUALIZZAZIONE AL 30/06/2024	2024	2025	2026	2027	2028
Wacc semestrale	3,102%				
coefficiente di attualizzazione	1,0310	1,0960	1,1650	1,2384	1,3164
SEMESTRI	1	3	5	7	9

Sulla base delle grandezze individuate nella sezione corrente, **il valore dell'intangibile asset del ramo d'azienda "Rifiuti ed igiene ambientale" è pari ad euro 454.735,33**, come da tabella seguente:

SOGENUS		ATTUALIZZAZIONE AL 30/06/2024					
		31/12/2023	2024	2025	2026	2027	2028
Ricavi delle vendite e prestazioni		2.702.353,00	2.702.353,00	2.702.353,00	2.702.353,00	2.702.353,00	2.702.353,00
Royalty rate medio	3,91%						
Fatturati attesi * Royalty rate			105.560,66	105.560,66	105.560,66	105.560,66	105.560,66
Wacc semestrale	3,102%						
semestri			1	3	5	7	9
Coefficiente di attualizzazione			1,0310	1,0960	1,1650	1,2384	1,3164
Attualizzazione "Fatturati attesi * Royalty rate"			102.384,80	96.316,84	90.608,50	85.238,48	80.186,72
Valore Metodo delle Royalties	454.735,33						

Tale valore, estremamente prudenziale per quanto riguarda la base di fatturato di partenza, si considera espressione dell'avviamento del ramo d'azienda "Rifiuti ed igiene ambientale" di So.ge.nu.s. S.p.A. e si assume ai fini della presente perizia di stima.

Prima di procedere, si ritiene necessario fare la precisazione a cui si è prima fatto cenno. A proposito dell'effetto paratasse, i PIV (III.5.11) asseriscono che: "Quando un bene immateriale è fiscalmente ammortizzabile una componente del valore di mercato

del bene è rappresentato dal beneficio fiscale dell'ammortamento (Tax Amortization Benefit = TAB):

$$TAB\ factor = \frac{1}{1 - \sum_{t=1}^N \frac{t \times Pt}{(1+i)^t}}$$

laddove:

n = vita utile residua (fiscale)

i = costo del capitale

t = aliquota deducibilità fiscale dell'ammortamento

pt = percentuale del costo di acquisto del bene deducibile nell'anno "t"

Quando appropriato il TAB può essere sommato al valore identificato sulla base della metodica del reddito. Il TAB può essere sommato al valore identificato sulla base della metodica del costo, quando i costi sono considerati al netto di imposta. Il TAB non deve invece essere sommato al valore identificato sulla base della metodica di mercato, in quanto i prezzi di mercato già includono il TAB".

Nel rispetto dei PIV, dunque, il valore dell'avviamento sopra determinato non tiene conto del TAB. Infatti, il metodo applicato per la determinazione del valore dell'intangibile è un metodo di mercato e, pertanto, come da indicazione dei PIV, si è ritenuto di non applicare il TAB.

Ovviamente questo non esclude che, come faremo, l'emersione di un valore non già espresso in contabilità non determini l'evidenziazione di una plusvalenza che, come tale, deve trovare misurazione dell'impatto fiscale a carico del conferente.

8. IL PATRIMONIO NETTO RETTIFICATO

Avendo già ampiamente descritto il metodo patrimoniale nelle precedenti sezioni, si procede direttamente alla determinazione del patrimonio netto rettificato.

Per quanto riguarda la fattispecie in esame, il patrimonio netto contabile del ramo d'azienda "Rifiuti ed igiene ambientale" alla data del 30.06.2024 è negativo e pari ad euro -173.753,60, ovvero alla differenza fra l'attivo di euro 99.936,40 e il passivo di

euro 273.690.

Sintesi dei dati patrimoniali ed accertamento delle eventuali differenze fra valore corrente e valore contabile:

ATTIVO

Al 30.06.2024 l'attivo patrimoniale del ramo d'azienda "*Rifiuti ed igiene ambientale*" risulta composto da attivo immobilizzato per complessivi euro 99.936,40. Tale valore contabile rappresenta tutti i cespiti del ramo d'azienda che verranno conferiti in AnconAmbiente.

In particolare, So.ge.nu.s. conferirà al gestore unico solo i beni materiali, automezzi ed attrezzature, utilizzati per espletare il servizio di raccolta differenziata RSU. Al di fuori di questi, non verranno cedute ulteriori immobilizzazioni iscritte nel bilancio complessivo della società, e, successivamente al conferimento del ramo d'azienda, l'eventuale utilizzo da parte di AnconAmbiente di parte delle aree e dei locali di proprietà del Comune di Maiolati Spontini, ma nella disponibilità di So.ge.nu.s., dovranno essere oggetto di appositi contratti di affitto con il Comune di Maiolati Spontini.

È, inoltre, utile specificare che la società, a partire dal 2010, ha acquistato attrezzature (cassonetti, campane per la raccolta del vetro, bidoni e bidoncini) in sostituzione di quelle danneggiate e usurate, il cui valore, considerato singolarmente, risultava inferiore ad euro 516,46. Tali attrezzature risultano imputate nei costi correnti di ogni singolo esercizio e non imputate a libro cespiti. Ai fini della presente perizia di stima gli importi di tali acquisti, effettuati a partire dal 2010, sono stati considerati nella valorizzazione dei cespiti MTR, di cui si tratterà a breve, e decorrono dagli acquisti dell'anno 2018.

A titolo informativo, si fa presente che, considerata l'usura degli automezzi attualmente utilizzati, la società procederà alla loro sostituzione. Difatti, ha in corso l'espletamento di 7 procedure di gara per la stipula di altrettanti contratti per il nolo a freddo, per la durata di 2 anni, di automezzi da adibire a raccolta differenziata e trasporto RSU. In particolare, si tratta del nolo di tre autocompattatori a caricamento laterale, due autocompattatori a caricamento posteriore, due autocarri equipaggiati con vaschette. Questi nuovi contratti di nolo si aggiungeranno ai due contratti di nolo a freddo già esistenti. Successivamente al conferimento del ramo d'azienda e all'espletamento delle gare, AnconAmbiente subentrerà di diritto al posto di So.ge.nu.s. nei nuovi contratti di nolo a freddo senza pagamento di corrispettivi

economici.

Per quanto riguarda le immobilizzazioni immateriali del ramo d'azienda "Rifiuti ed igiene ambientale" al 30.06.2024 non risulta iscritta alcuna voce. In particolare, non risulta iscritto nel bilancio infrannuale del ramo d'azienda alcun avviamento; tuttavia, dall'applicazione del criterio delle royalties, come si è detto, è emerso un avviamento, ma si tornerà in seguito su questo aspetto.

Le immobilizzazioni materiali, escluse le immobilizzazioni in corso e acconti sulle quali si tornerà in seguito, risultano complessivamente pari ad euro 11.937 al netto dei fondi ammortamento. Di seguito una tavola rappresentativa di tali cespiti:

Descrizione Cespite	Categoria Cespite	Anno Acquisto Cespite	Cic,t	FACI,c,2024	Riclassifica Stato Patrimoniale (vedi menu a tendina)
RACCOLTA R.S.U	Cassonetti, Campane e Cassoni	2018	€ 31.396,49	€ 31.396,49	B.II. 3 - Attrezzature industriali e commerciali
RACCOLTA R.S.U	Cassonetti, Campane e Cassoni	2019	€ 40.579,11	€ 40.579,11	B.II. 3 - Attrezzature industriali e commerciali
RACCOLTA R.S.U	Cassonetti, Campane e Cassoni	2020	€ 12.617,21	€ 12.617,21	B.II. 3 - Attrezzature industriali e commerciali
RACCOLTA R.S.U	Cassonetti, Campane e Cassoni	2021	€ 38.493,73	€ 38.493,73	B.II. 3 - Attrezzature industriali e commerciali
RACCOLTA R.S.U	Cassonetti, Campane e Cassoni	2022	€ 54.563,16	€ 54.563,16	B.II. 3 - Attrezzature industriali e commerciali
RACCOLTA R.S.U	Cassonetti, Campane e Cassoni	2023	€ 57.512,20	€ 57.512,20	B.II. 3 - Attrezzature industriali e commerciali
RACCOLTA R.S.U	Cassonetti, Campane e Cassoni	2024	€ 23.372,94	€ 23.372,94	B.II. 3 - Attrezzature industriali e commerciali
	TOTALE CASSONETTI		€ 258.534,84	€ 258.534,84	
RACCOLTA R.S.U	Compattatori, Spazzatrici e Autocarri attrezzati	2003	1.304,00 €	€ 1.304,00	B.II. 3 - Attrezzature industriali e commerciali
RACCOLTA R.S.U	Compattatori, Spazzatrici e Autocarri attrezzati	2010	1.507,00 €	1.507,00 €	B.II. 3 - Attrezzature industriali e commerciali
RACCOLTA R.S.U	Compattatori, Spazzatrici e Autocarri attrezzati	2012	28.000,00 €	28.000,00 €	B.II. 3 - Attrezzature industriali e commerciali
RACCOLTA R.S.U	Compattatori, Spazzatrici e Autocarri attrezzati	2014	998,00 €	998,00 €	B.II. 3 - Attrezzature industriali e commerciali
RACCOLTA R.S.U	Compattatori, Spazzatrici e Autocarri attrezzati	2014	988,00 €	988,00 €	B.II. 3 - Attrezzature industriali e commerciali
RACCOLTA R.S.U	Compattatori, Spazzatrici e Autocarri attrezzati	2014	942,00 €	942,00 €	B.II. 3 - Attrezzature industriali e commerciali
RACCOLTA R.S.U	Compattatori, Spazzatrici e Autocarri attrezzati	2014	942,00 €	942,00 €	B.II. 3 - Attrezzature industriali e commerciali
RACCOLTA R.S.U	Compattatori, Spazzatrici e Autocarri attrezzati	2014	440,00 €	440,00 €	B.II. 3 - Attrezzature industriali e commerciali
RACCOLTA R.S.U	Compattatori, Spazzatrici e Autocarri attrezzati	2014	518,00 €	518,00 €	B.II. 3 - Attrezzature industriali e commerciali
RACCOLTA R.S.U	Compattatori, Spazzatrici e Autocarri attrezzati	2014	998,00 €	998,00 €	B.II. 3 - Attrezzature industriali e commerciali
RACCOLTA R.S.U	Compattatori, Spazzatrici e Autocarri attrezzati	2014	309,00 €	309,00 €	B.II. 3 - Attrezzature industriali e commerciali
RACCOLTA R.S.U	Compattatori, Spazzatrici e Autocarri attrezzati	2017	37.800,00 €	37.800,00 €	B.II. 3 - Attrezzature industriali e commerciali
RACCOLTA R.S.U	Compattatori, Spazzatrici e Autocarri attrezzati	2018	13.990,00 €	13.990,00 €	B.II. 3 - Attrezzature industriali e commerciali
RACCOLTA R.S.U	Compattatori, Spazzatrici e Autocarri attrezzati	2019	11.760,00 €	11.760,00 €	B.II. 3 - Attrezzature industriali e commerciali
RACCOLTA R.S.U	Compattatori, Spazzatrici e Autocarri attrezzati	2019	32.323,00 €	32.323,00 €	B.II. 3 - Attrezzature industriali e commerciali
RACCOLTA R.S.U	Compattatori, Spazzatrici e Autocarri attrezzati	2019	44.960,00 €	44.960,00 €	B.II. 3 - Attrezzature industriali e commerciali
RACCOLTA R.S.U	Compattatori, Spazzatrici e Autocarri attrezzati	2019	51.900,00 €	51.900,00 €	B.II. 3 - Attrezzature industriali e commerciali
RACCOLTA R.S.U	Compattatori, Spazzatrici e Autocarri attrezzati	2019	88.991,00 €	88.991,00 €	B.II. 3 - Attrezzature industriali e commerciali
RACCOLTA R.S.U	Compattatori, Spazzatrici e Autocarri attrezzati	2019	88.991,00 €	88.991,00 €	B.II. 3 - Attrezzature industriali e commerciali
RACCOLTA R.S.U	Compattatori, Spazzatrici e Autocarri attrezzati	2020	59.682,00 €	47.745,00 €	B.II. 3 - Attrezzature industriali e commerciali
	TOTALE COMPATTATORI		467.343,00 €	455.406,00 €	
	TOTALE COMPLESSIVO		€ 725.877,84	€ 713.940,84	
				11.937,00 €	

Il valore contabile netto dei beni sopra riportati, escluse le immobilizzazioni in corso e acconti, è, dunque, complessivamente pari ad euro 11.937. Si precisa che i cespiti descritti sono costituiti da tutti quei beni, oggetto di conferimento, che rilasciano la loro utilità nell'area di attività "Rifiuti ed igiene ambientale".

Per una valutazione del valore fair delle immobilizzazioni, stante l'obiettivo della valutazione, si è ritenuto opportuno ricorrere ad una valorizzazione che facesse riferimento al Valore Residuo dei cespiti (VRa) stabilito del Metodo Tariffario Rifiuti attualmente vigente (MTR-2 periodo 2022-2025), pur adeguandolo alle necessità del contesto peritale.

Si è richiesta perciò una valorizzazione dei cespiti complessivamente intesi, ovvero materiali ed immateriali, seguendo ove possibile, visto lo scopo, la metodologia di calcolo del Valore Residuo dei cespiti come definito dall'art. 20.2 Allegato A alla deliberazione 3 agosto 2021, 363/2021/R/RIF, integrato e modificato dalla deliberazione 3 agosto 2023, 389/2023/R/RIF, recante "Aggiornamento biennale (2024-2025) del Metodo Tariffario Rifiuti (MTR-2)".

Nello specifico, abbiamo valorizzato tutti i cespiti riconosciuti in tariffa (non solo quelli la cui proprietà è trasferita dal gestore uscente al gestore entrante) alla data di riferimento del 30.06.2024 (ponendo $a=2024$), applicando la seguente formula:

$$VR_a = \sum_c \sum_t [(CI_{c,t} - FA_{CI,c,t}^a) * dfl_t^a] + LIC_a$$

dove:

- $CI_{c,t}$ è il valore di prima iscrizione nei libri contabili dell'anno t , delle immobilizzazioni della categoria di cespiti c , al lordo dei contributi a fondo perduto, (contrariamente da quanto previsto dal metodo);
- $FA_{2024CI,c,t}$ è il valore del fondo di ammortamento alla data di subentro, riferito alle immobilizzazioni appartenenti a ciascuna categoria c e iscritte a patrimonio nell'anno t ;
- dfl_{2024} è il vettore che esprime il deflatore degli investimenti fissi lordi, con base 1 nell'anno 2024, di cui al comma 13.9 del MTR-2;
- LIC_{2024} è il saldo delle immobilizzazioni in corso all'anno 2024, come risultante da fonti contabili obbligatorie.

In particolare, vista la diversa finalità e lo scopo che assume il valore di subentro, rispetto alla logica tariffaria prevista dall'art. 20 del MTR-2 (valore di subentro tra gestore uscente e gestore subentrante) si è provveduto a considerare il valore delle

immobilizzazioni al lordo dei contributi a fondo perduto. Come indicato anche in precedenza e diversamente da quanto disposto dall'art. 20.2, non dovendo determinare una tariffa e/o il valore di subentro tra gestore uscente e gestore entrante, bensì individuare un valore corrente degli investimenti delle società coinvolte nell'operazione, non si è seguita la lettera dell'art. 20.2, ove si prevede la decurtazione dai costi storici dei cespiti dei contributi in conto impianto. Infatti, il VR2024 dei cespiti è stato calcolato senza decurtare dalle immobilizzazioni il valore dei contributi in c/impianti, valorizzando, con l'applicazione del metodo indiretto, la quota di competenza dell'esercizio in conto economico tra gli altri ricavi e proventi, e tenendo quindi conto della quota rinviata agli esercizi futuri in stato patrimoniale fra i risconti passivi.

Questo valore, fermo quanto sopra precisato, rappresenta quanto i cespiti restituiranno in termini di ricavi tariffari, ed è quindi molto adatto ad una loro valorizzazione in ipotesi di funzionamento, qual è quella in corso.

Ancora, il valore è stimato al 30 giugno 2024, così da renderlo coerente con gli altri valori di perizia (mentre, quello rilevante ai fini tariffari prende a riferimento, come noto, il valore al 31 dicembre 2022).

Ai fini della presente perizia di stima, si assume il valore dei cespiti "MTR" esclusivamente dell'area di attività "Rifiuti ed igiene ambientale", determinato come sopra descritto e relativo sia alle immobilizzazioni materiali, che alle immobilizzazioni immateriali, pari ad euro 12.454,19 e si assume anche, separatamente, il valore della stima autonoma dell'avviamento emerso con il metodo delle royalties pari ad euro 454.735,33.

Come anticipato, però, emergono altri valori netti contabili rispetto alle immobilizzazioni materiali al 30.06.2024, relativi al ramo d'azienda.

Si tratta delle immobilizzazioni in corso e acconti per euro 88.000 relative all'acquisto di un autocompattatore a caricamento posteriore, usato, perfettamente funzionante ed immatricolato il 30 giugno 2021. L'espletamento della procedura di affidamento dell'acquisto, inclusa la consegna, avrà termine entro il 15.12.2024. L'autocompattatore, iscritto a bilancio 2024, benché acquistato successivamente alla data di perizia, rientra nel perimetro del ramo d'azienda analizzato; infatti, sarà conferito ad AnconAmbiente.

Pertanto, si ritiene che il valore di acquisto sostenuto dalla società per l'autocompattatore, che ammonta ad euro 88.000, sia da considerare quale valore

netto contabile del bene, che qui classifichiamo quale “immobilizzazione in corso e accenti”, che ai fini della presente relazione di stima viene assunto al suo valore netto contabile.

A questo punto si dovrebbero valutare a valori correnti le altre poste dell’attivo, quali immobilizzazioni finanziarie, crediti, rimanenze, liquidità, ecc.. Tuttavia nel caso di specie non vi sono altri valori contabili iscritti nell’attivo di bilancio al 30.06.2024 del ramo d’azienda, in quanto la società non conferirà alcun credito, né altre poste dell’attivo, ad eccezione dei cespiti sopra indicati, ad AnconAmbiente.

PASSIVO

Al 30.06.2024 il passivo di stato patrimoniale del ramo d’azienda “Rifiuti ed igiene ambientale” risulta composto dal fondo TFR per complessivi euro 273.690, come di seguito riportato:

	<u>OPERAI RACCOLTA</u>	COSTO 31.12.2023	T.F.R. 30.06.2024	
	<u>ALLEGATO 2</u>			
1	P.C.	€ 89.706	€ 82.235	
2	M. C.	€ 51.399	€ 1.790	
3	G. S.	€ 52.251	€ 25.555	
4	G. B.	€ 14.597	€ 20.562	LEGGE 104 DAL 1° MAGGIO 2023
5	A. B.	€ 44.228	€ 9.337	
6	A. C.	€ 48.737	€ 1.611	
7	A. C.	€ 54.512	€ 25.228	
8	G. C.	€ 43.598	€ 15.715	
	S. C.	€ 1.845		DIMISSIONI GENNAIO 2023
8	C. F.	€ 53.701	€ 27	
	B. G.	€ 47.226		DECEDUTO 3 GENNAI 2024
9	G. G.	€ 49.558	€ 19.789	
	G. M.	€ 29.645	€ -	PENSIONATO DAL 1° OTTOBRE 2023
10	A. L.	€ 49.569	€ 36.302	
11	M. M.	€ -	€ -	
12	S. P.	€ 45.695	€ 22	
13	M. R.	€ 49.393	€ 12.906	
14	N. S.	€ 50.486	€ 21.764	
15	F. S.	€ 47.048	€ 847	
	IMPIEGATI - OPERAI RACCOLTA	€ 823.194	€ 273.690	

Il fondo TFR rappresenta l’effettivo debito del ramo d’azienda al 30.06.2024 verso i dipendenti al netto degli anticipi corrisposti. Il valore contabile esposto rappresenta la quota parte del fondo di indennità e licenziamento relativo ai dipendenti, impiegati ed operai, che si occupano dell’attività che verrà conferita al nuovo gestore. Attualmente, So.ge.nu.s. prevede di conferire con il ramo d’azienda almeno 15 unità, tuttavia probabilmente il numero dei dipendenti conferiti sarà maggiore di circa 8 unità, rispetto all’elenco esposto di impiegati ed operai, in quanto tali unità aggiuntive

saranno necessarie per coprire le carenze di personale dovute ai pensionamenti succedutisi nel tempo, a cui, finora, si è ovviato con contratti di somministrazione. Le nuove assunzioni avranno luogo al termine dell'espletamento delle procedure inerenti la selezione ad evidenza pubblica indetta da AnconAmbiente in convenzione con So.ge.nu.s. e Jesiservizi. Al momento del conferimento dei dipendenti So.ge.nu.s. non trasferirà eventuali debiti residui verso il personale indicato, in quanto provvederà alla liquidazione di ferie e permessi maturati e non usufruiti, nonché alla liquidazione delle quote di tredicesima e quattordicesima mensilità maturate e non percepite.

Ai fini della presente relazione di stima viene assunto il valore di TFR indicato in bilancio al 30.06.2024 per il ramo "Rifiuti ed igiene ambientale" pari ad euro 273.690.

A questo punto si dovrebbero andare a valutare a valori correnti le altre voci del passivo, fra cui i fondi rischi e i debiti. Tuttavia nel caso di specie non vi sono ulteriori poste contabile iscritte nel passivo di stato patrimoniale al 30.06.2024 del ramo d'azienda, poiché la società non conferirà ad AnconAmbiente alcun debito, né ulteriori fondi, ad eccezione del fondo TFR.

Per completezza, si espongono le seguenti informazioni sulle poste contabili dell'attivo e del passivo di stato patrimoniale che lo scrivente ha ricevuto dalla società:

- in generale non si segnalano situazioni di crediti insoluti e, in particolare, i crediti derivanti dall'attività di raccolta differenziata e trasporto RSU sono regolarmente pagati alla scadenza;
- attualmente la So.ge.nu.s. non ha alcun contenzioso in essere né con i dipendenti, né con i fornitori, né con i clienti;
- nessuno dei fondi rischi iscritti nel bilancio della società, complessivamente intesa, è inerente alla attività di raccolta differenziata e trasporto RSU. Pertanto, nessun fondo accantonamento verrà conferito al gestore unico;
- non si provvederà al conferimento né dei crediti né dei debiti derivanti dall'attività di raccolta differenziata e trasporto RSU, maturati e non ancora liquidati alla data della dismissione dell'attività stessa, in quanto la società provvederà al pagamento dei debiti residui, successivi al conferimento, con l'incasso dei crediti residui. In particolare, si evidenzia che, in relazione al ramo d'azienda, i debiti residui di cui sopra sono solo debiti a "breve" (trenta/sessanta giorni data fattura fine mese)

relativi a acquisti per carburante, riparazione degli automezzi e delle attrezzature (cassonetti, campane per il vetro, bidoni e bidoncini per le utenze), noli a freddo di automezzi, vestiario, ecc.

Sulla base dei dati descritti ed analizzati, lo scrivente procede a determinare il patrimonio netto rettificato (K'):

STATO PATRIMONIALE	BILANCIO 31/12/2023	VALORI CONTABILI 30/06/2024 RAMO D'AZIENDA	VALORI DI PERIZIA	RETTIFICHE
Crediti verso soci per versamenti ancora dovuti	-			
Tot. Immobilizzazioni Immateriali	-	-		
1) costi di impianto e di ampliamento	-			
2) costi di sviluppo	-			
3) diritti di brevetto industriale e diritti di utilizzazione delle opere dell'ingegno	-			
4) concessioni, licenze, marchi e diritti simili	-			
5) avviamento	-	-	454.735,33	454.735,33
6) immobilizzazioni in corso e acconti	-			
7) altre	-			
Tot. Immobilizzazioni Materiali	48.608,00	88.000,00		
1) terreni e fabbricati	-			
2) impianti e macchinari	20.746,00			
3) attrezzature industriali e commerciali	3.787,00			
4) altri beni	24.075,00			
5) immobilizzazioni in corso e acconti	-	88.000,00	88.000,00	-
Valore totale CESPITI RIFIUTI		11.936,40	12.454,19	517,79
Tot. Immobilizzazioni Finanziarie	20.964.397,00	-	-	
1) partecipazioni in imprese controllate, collegate, controllanti, sottoposte al controllo delle controllanti, altre	-			
2) crediti verso imprese controllate, collegate, controllanti, sottoposte al controllo delle controllanti, altre	1.382,00			
3) altri titoli	20.963.015,00			
4) strumenti finanziari derivati attivi	-			
TOTALE IMMOBILIZZAZIONI	21.013.005,00	99.936,40	555.189,52	
Rimanenze	186.969,00			
Crediti verso clienti	690.077,00			
Crediti verso imprese controllate	-			
Crediti verso imprese collegate	-			
Crediti verso controllanti	-			
Crediti verso imprese sottoposte al controllo delle controllanti	-			
Crediti tributari	73.979,00			
Imposte anticipate	61.475,00			
Crediti verso altri	1.147,00			
Altri titoli (attività finanziarie che non costituiscono immobilizzazioni)	-			
Liquidità	1.611.982,00			
Ratei e risconti attivi	128.446,00			
TOTALE ATTIVO CIRCOLANTE	2.754.075,00	-	-	
TOTALE ATTIVO	23.767.080,00	99.936,40	555.189,52	455.253,12
Fondi per rischi e oneri	17.373.538,00			
Fondo TFR	498.044,00	273.690,00	273.690,00	-
Obbligazioni	-			
Debiti verso soci per finanziamenti	-			
Debiti verso banche	-			
Debiti verso altri finanziatori	-			
Debiti verso fornitori e acconti	861.765,00			
Debiti rappresentati da titoli di credito	-			
Debiti verso imprese controllate	-			
Debiti verso imprese collegate	-			
Debiti verso controllanti	-			
Debiti verso imprese sottoposte al controllo delle controllanti	-			
Debiti tributari	41.575,00			
Debiti verso istituti di previdenza e di sicurezza sociale	138.523,00			
Debiti verso altri	353.504,00			
Ratei e risconti passivi	2.432,00			
TOTALE PASSIVO	19.269.381,00	273.690,00	273.690,00	-
PATRIMONIO NETTO	4.497.699,00	-	281.499,52	455.253,12
PN DOPO LE RETTIFICHE				281.499,52

A questo punto è necessario considerare la valutazione degli oneri fiscali latenti sul valore delle plusvalenze. La defiscalizzazione è generalmente operata applicando le aliquote fiscali dell'epoca di riferimento, partendo dall'assunto che le stime vadano fatte a valori al netto delle imposte e che il carico fiscale resti a casa del cedente.

In molti casi, però, nella prassi si opta per aliquote ridotte, in considerazione del fatto che il pagamento delle imposte è quanto meno temporalmente successivo al trasferimento della proprietà ed in certi casi può godere di agevolazioni contingenti, quali rivalutazioni monetarie, ecc.

Nel caso di specie, si ritiene di non poter ignorare il c.d. *effetto paratasse* e di dover applicare un'**aliquota fiscale del 24%**, pari all'aliquota ordinaria Ires, al valore delle plusvalenze o rettifiche in aumento realizzate:

DESCRIZIONE	PLUSVALENZE DA RETTIFICHE DI VALORE	
Aliquota fiscale		24,00%
Valorizzazione cespiti MTR (cespiti perimetro)	517,79	124,27
AVVIAMENTO (criterio delle royalties)	454.735,33	109.136,48
		-
		-
		-
		-
TOTALE PLUSVALENZE	455.253,12	
ONERI FISCALI POTENZIALI		109.260,75

Una volta determinati gli oneri fiscali potenziali sulle plusvalenze, si determina il patrimonio netto rettificato come indicato nella tavola seguente:

Metodo Patrimoniale Complesso	
Patrimonio netto (valore di bilancio)	- 173.753,60
Rettifiche in aumento	517,79
Rettifiche in diminuzione	
Stima autonoma AVVIAMENTO	454.735,33
Oneri fiscali potenziali	109.260,75
Valore economico del capitale: Patrimonio netto rettificato	172.238,77

In conclusione, con l'applicazione del metodo patrimoniale complesso, corredato di stima autonoma dell'avviamento di euro 454.735,33, si giunge ad un patrimonio netto rettificato rappresentazione del valore economico del ramo d'azienda "Rifiuti ed igiene ambientale" di So.ge.nu.s. S.p.A. di euro 172.238,77.

9. CONCLUSIONI

Con riferimento al criterio metodologico illustrato in precedenza e alle ipotesi fatte, si è proceduto alla determinazione del valore corrente teorico del capitale economico (W) del ramo d'azienda "Rifiuti ed igiene ambientale" di So.ge.nu.s. S.p.A..

Il valore corrente teorico è stato ottenuto applicando il metodo patrimoniale complesso con stima autonoma dell'avviamento tramite l'applicazione del criterio delle royalties.

Pertanto, sulla base della documentazione disponibile e delle considerazioni e scelte effettuate e descritte in dettaglio nei paragrafi precedenti, lo scrivente incaricato stima che il valore economico del ramo d'azienda "Rifiuti ed igiene ambientale" di So.ge.nu.s. S.p.A. sia da considerare pari ad euro 172.238,77.

Con quanto sopra esposto il sottoscritto ritiene di aver assolto l'incarico affidatogli in ottemperanza alle disposizioni di legge e ai principi della tecnica professionale, e si resta a disposizione per ogni chiarimento si renda necessario.

Firenze, 19.12.2024

Il perito valutatore

Prof. Stefano Pozzoli



**PERIZIA DI STIMA DEL
VALORE ECONOMICO DI
CONFERIMENTO DEL RAMO
DI AZIENDA DI CIS SRL IN
ANCONAMBIENTE S.P.A.
EX ART 2343 TER CODICE CIVILE**

INDICE

- 1. L'INCARICO PERITALE**
- 2. L'APPROCCIO RICHIESTO AL PERITO**
- 3. CIS SRL E IL RAMO D'AZIENDA "RIFIUTI ED IGIENE AMBIENTALE"**
- 4. I METODI DI VALUTAZIONE: GENERALITÀ ED ASPETTI TEORICI**
- 5. METODI DI STIMA ADOTTATI PER LA DETERMINAZIONE DEL VALORE CORRENTE TEORICO DEL RAMO D'AZIENDA "RIFIUTI ED IGIENE AMBIENTALE"**
- 6. IL METODO PATRIMONIALE COMPLESSO E IL CRITERIO DELLE ROYALTIES**
- 7. IL CRITERIO DELLE ROYALTIES E LA STIMA AUTONOMA DELL'AVVIAMENTO**
- 8. IL PATRIMONIO NETTO RETTIFICATO**
- 9. CONCLUSIONI**

1. L'INCARICO PERITALE

La società AnconAmbiente S.p.A., con sede legale in Ancona, via del Commercio n.27, iscritta al Registro Imprese di Ancona al n. 01422820421, in accordo con la Società CIS Srl, ha conferito al sottoscritto, Stefano Pozzoli, Professore Ordinario di Economia Aziendale il Dipartimento di Studi Aziendali ed Economici della Università di Napoli Parthenope, iscritto all' Ordine dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili di Firenze al n. 1359 ed al Registro dei Revisori Legali al n. 47294 con Decreto Ministeriale del 12.04.1995, G.U. n. 31-bis del 21.04.1995, l'incarico di effettuare una perizia di stima del valore del capitale economico di conferimento del ramo d'azienda della società CIS Srl in AnconAmbiente S.p.A. ai sensi dell'art. 2343 ter c.c., al fine di poter presentare una candidatura forte ed unitaria per l'affidamento in house dei rifiuti da parte dell'Ente di Bacino.

Per corroborare il valore di "scambio" delle quote di AnconAmbiente, che effettuerà un aumento di capitale riservato ai comuni, e tutelare quindi l'equo valore della partecipazione di ogni Comune, viene effettuata non solo la perizia dei rami di azienda, bensì anche quella di AnconAmbiente (AnconAmbiente S.p.A., JesiServizi Srl, CIS Srl e So.ge.nu.s. S.p.A), seguendo criteri omogenei di misurazione del valore, in modo da attribuire un corretto valore, anche in senso relativo, alle diverse entità.

Scopo della perizia è determinare il valore del capitale economico di conferimento del ramo d'azienda di CIS Srl con riferimento alla data del 30 giugno 2024.

Si espongono brevemente le azioni recentemente poste in essere per pervenire all'affidamento della gestione a livello di ambito per il servizio rifiuti ed igiene ambientale.

ATA Rifiuti Ancona ha comunicato l'adozione della deliberazione dell'Assemblea n. 14 del 29 giugno 2023 con cui:

- *"Nel richiamare la Delibera n. 28 del 27.12.2022 con cui l'Assemblea dell'ATA deliberava l'affidamento della gestione integrata dei rifiuti urbani alla costituenda società consortile partecipata da Viva Servizi S.p.A., Ecofon Conero S.p.A. e Jesiservizi Srl a condizione che detta società consortile fosse stata costituita entro il termine del 30.03.2023, effettuava una ricognizione sullo stato dei fatti e nel dare atto della mancata sussistenza delle condizioni all'affidamento apposte ex Delibera 28/2022, procedeva al ritiro di detta deliberazione;*
- *Confermava l'indirizzo dell'Assemblea di valutare in sede istruttoria, inter alia, la*

sussistenza dei presupposti normativamente previsti per l'affidamento in concessione con il modello dell'in house del servizio di gestione integrata dei rifiuti urbani dell'ATO 2;

- *Dava mandato al Direttore e alla struttura di riavviare il procedimento istruttorio - ivi comprese le eventuali necessarie interlocuzioni con i vari soggetti istituzionali di riferimento- per la valutazione delle domande pervenute prevedendo uno step di monitoraggio intermedio al 30.09.2023 per valutarne quanto meno la non manifesta infondatezza e/o il rispetto dei relativi cronoprogrammi indicati e un successivo step di monitoraggio al 30.12.2023 per valutare se confermare o meno il mandato dato alla struttura dell'ATA;*
- *Disponeva ulteriori prosecuzioni tecniche del servizio delle varie gestioni esistenti fino al termine del 31.12.2023 solo e inderogabilmente a condizione che entro il termine del 30.09.2023 il previsto monitoraggio sulle condizioni per procedere con la forma di affidamento in house avesse dato esito positivo o quanto meno non avesse rilevato una manifestata infondatezza”.*

Con nota prot. 3673 del 27.09.2023 la società AnconAmbiente S.p.A. avanzava all'ATA ATO2 Ancona Rifiuti la candidatura per l'affidamento in regime di “in house providing” dei servizi inerenti al ciclo integrato dei rifiuti in esito al processo di concentrazione delle gestioni svolti da JesiServizi Srl, da CIS Srl e da So.ge.nu.s S.p.A., mediante conferimento dei rispettivi complessi aziendali nel capitale sociale della medesima AnconAmbiente, con riserva di successiva produzione della documentazione inerente la pianificazione industriale e la programmazione economica-finanziaria relativa allo svolgimento del servizio oggetto di affidamento.

La presente perizia, redatta ai sensi e per gli effetti dell'articolo 2343 ter c.c. è, dunque, finalizzata a determinare il valore economico di conferimento del ramo di azienda di CIS Srl in AnconAmbiente S.p.A., in modo omogeneo rispetto ai valori di conferimento dei rami di azienda rifiuti di Jesiservizi Srl e So.ge.nu.s S.p.A., con riferimento alla data del 30 giugno 2024.

È altresì da precisare che, per svolgere il proprio lavoro, il sottoscritto ha fatto pieno affidamento sulle informazioni, sui documenti messi a disposizione e su quanto emerso dai colloqui intercorsi con il management delle società coinvolte e che i dati messi a disposizione ovviamente condizionano la scelta del metodo valutativo ed il risultato dello stesso.

Pertanto, non si assume, alcuna responsabilità in merito alla completezza, veridicità

ed accuratezza di quanto messo a sua disposizione, pur avendo svolto il proprio incarico adottando la massima professionalità richiesta per l'espletamento di incarichi di tale natura.

Si vuole sottolineare che la presente relazione rappresenta l'assolvimento di detto incarico da parte del sottoscritto in piena ed assoluta indipendenza rispetto a qualsivoglia soggetto terzo direttamente o indirettamente interessato alla valutazione di suddetta società; e che i risultati emersi da tale perizia sono stati ottenuti utilizzando la massima diligenza e professionalità da parte dello scrivente, seppur basati su dati ed informazioni non verificati dal sottoscritto e, pertanto, nel caso in cui le informazioni messe a disposizione dovessero risultare non attendibili o incomplete, i risultati emersi dalla perizia potrebbero esserne inficiati per cause comunque non riconducibili all'operato dello scrivente.

Si deve ancora ribadire che il valore di stima è, come si è detto, un elemento della complessiva operazione che si intende realizzare, ovvero la costituzione di un soggetto industriale unitario all'interno della Provincia di Ancona per la gestione del ciclo integrato dei rifiuti, così come è stata deliberata dalla Autorità Territoriale di Ambito Ancona con Deliberazione n. 16 del 27.09.2024.

Questo comporta che nel processo valutativo si terrà conto non solo dei dati della singola azienda, ma della comparazione tra i soggetti coinvolti nella operazione complessivamente intesa, e, quindi, della necessità di stimare, per così dire congiuntamente ed in modo uniforme, AnconAmbiente S.p.A. e i rami d'azienda di JesiServizi Srl, CIS Srl e So.ge.nu.s S.p.A., cercando non di indicare valori medi, la qual cosa pregiudicherebbe l'autonomia della stima, ma di individuare un criterio di valutazione razionalmente omogeneo che contemperi le caratteristiche delle diverse società.

2. L'APPROCCIO RICHIESTO AL PERITO

Oggetto dell'affidamento, si è detto, è la perizia di stima, ai sensi dell'art. 2343 ter c.c., relativa al conferimento di un ramo d'azienda di CIS Srl in AnconAmbiente S.p.A..

La valutazione dell'azienda è stata effettuata con riferimento alla data del 30 giugno 2024, sulla base dei dati, dei documenti, delle informazioni e delle metodologie esposte nella presente relazione e con le precisazioni e le avvertenze riepilogate di seguito.

L'incarico non ha previsto lo svolgimento di verifiche contabili integrative o di revisione, né verifiche o accertamenti circa l'eventuale sussistenza di passività di tipo fiscale, contrattuale, previdenziale o di altro genere. Non si risponde pertanto della veridicità, completezza, accuratezza, attendibilità e rappresentatività di tali documenti, dati e informazioni, che sono stati messi a disposizione.

Tanto premesso, nell'espletamento dell'incarico affidato mi sono avvalso dei seguenti principali documenti ed informazioni, messi a disposizione dalla società:

- Bilancio di esercizio al 31.12.2021;
- Bilancio di esercizio al 31.12.2022;
- Bilancio di esercizio al 31.12.2023 e Relazione sulla gestione al bilancio chiuso al 31.12.2023;
- Visura camerale di CIS Srl;
- Statuto;
- Dichiarazione IVA 2022 (imposta 2021);
- Dichiarazione IVA 2023 (imposta 2022);
- Dichiarazione IVA 2024 (imposta 2023);
- Dichiarazione IRAP 2022 (imposta 2021);
- Dichiarazione IRAP 2023 (imposta 2022);
- Bozza dichiarazione IRAP 2024 (imposta 2023);
- Dichiarazione Società di capitali 2022 (imposta 2021);
- Dichiarazione Società di capitali 2023 (imposta 2022);
- Bozza dichiarazione Società di capitali 2024 (imposta 2023);
- Conto economico "igiene ambientale" al 31.12.2021;
- Conto economico "igiene ambientale" al 31.12.2022;
- Conto economico "igiene ambientale" al 31.12.2023;

- Conto economico “igiene ambientale” al 30.06.2024;
- Libro cespiti al 31.12.2023 definitivo;
- Situazione patrimoniale – immobilizzazioni materiali “igiene ambientale” al 31.12.2023;
- Situazione patrimoniale – immobilizzazioni materiali “igiene ambientale” al 30.06.2024 (elenco cespiti da conferire al 30.06.2024);
- Riscontro nota di trasmissione dati del 05.09.2024;
- Tabella ricognizione del personale al 31.12.2023;
- Tabella ricognizione del personale al 30.06.2024;
- Valorizzazione cespiti MTR al 30.06.2024;
- Riscontro nota di trasmissione valori di conferimento del 17.10.2024.

3. CIS SRL E IL RAMO D’AZIENDA “RIFIUTI ED IGIENE AMBIENTALE”

CIS Srl, con sede legale in Maiolati Spontini (AN), frazione Moie, via Fornace n.25, è una società nata (come da atto di Assemblea Consortile n. 467 del 19.12.2006) per trasformazione obbligatoria ex art. 115 del D.Lgs. n. 267/2000 e s.m.i. del Consorzio Intercomunale Servizi, azienda speciale consortile sorta nel 1982.

La società è a totalitaria partecipazione di Enti pubblici locali, in particolare è partecipata dai seguenti 12 Comuni:

Socio	Valore	%	Tipo diritto
COMUNE DI MAIOLATI SPONTINI 00188950422	5.823.536,00		proprieta'
COMUNE DI CUPRAMONTNA 00208390427	4.292.567,00		proprieta'
COMUNE DI SERRA SAN QUIRICO 00182380428	3.805.276,00		proprieta'
COMUNE DI CASTELPLANIO 00336080429	2.813.026,00		proprieta'
COMUNE DI CASTELBELLINO 82002250429	2.790.466,00		proprieta'
COMUNE DI STAFFOLO 00193620424	2.514.272,00		proprieta'
COMUNE DI MONTECAROTTO 00114600422	2.364.941,00		proprieta'
COMUNE DI MONTEROBERTO 82002210423	2.204.638,00		proprieta'
COMUNE DI ROSORA 00279310429	1.567.627,00		proprieta'
COMUNE DI POGGIO SAN MARCELLO 00366480424	981.159,00		proprieta'
COMUNE SAN PAOLO DI JESI 82002630422	939.023,00		proprieta'
COMUNE DI MERGO 00389190422	938.006,00		proprieta'

e presenta un capitale sociale deliberato, sottoscritto e versato di euro 31.034.537.

La società detiene, inoltre, le seguenti partecipazioni in:

- società controllata E.T. ST Srl - Servizi Tecnologici pari ad euro 622.000;
- società collegata So.ge.nu.s. S.p.A. pari ad euro 3.000.000;
- società collegata CESV - Colli Esini San Vicino Srl pari ad euro 5.850,59;
- società collegata SIG S.p.A. pari ad euro 179.592.

CIS Srl ha mantenuto il ruolo strategico del preesistente Consorzio nell'erogazione di attività e servizi d'interesse generale strettamente necessari per il perseguimento delle finalità istituzionali degli Enti soci, ma si conforma ai modelli di gestione in house providing.

Le amministrazioni pubbliche socie esercitano sulla società, congiuntamente tra loro, un controllo analogo a quello esercitato sui propri servizi.

Come anticipato, CIS Srl svolge la sua attività prevalente a favore dei Comuni soci garantendo loro i seguenti servizi:

1. Servizio gas metano: amministrazione asset Servizio Gas-Metano - la

conduzione dell'impianto è effettuata dalla società controllata ET S.T. Srl;

2. Servizio Idrico Integrato: amministrazione asset SII realizzati dalla società - la conduzione del servizio viene assicurata dalla Viva Servizi S.p.A. in qualità di gestore d'ambito;
3. Piscina intercomunale: gestione in concessione – project financing;
4. Servizio Entrate e anagrafe tributaria;
5. Servizio di Riscossione entrate comunali;
6. Servizi di affissione e gestione imposta di pubblicità;
7. Gestione Impianti di Illuminazione pubblica;
8. Produzione energia da fonti rinnovabili;
9. SIT - Sistema Informativo Territoriale;
10. Interventi-infrastrutture a banda larga;
11. Attività di tutela ambientale e valorizzazione territoriale;
12. Servizi di Igiene Urbana e Ambientale – parte dei servizi sono assegnati alla società partecipata So.ge.nu.s S.p.A..

Per quanto riguarda i risultati conseguiti nel 2023, di seguito un quadro sintetico dei principali risultati economico-patrimoniali registrati:

Stato patrimoniale riclassificato	2022	2023
ATTIVO IMMOBILIZZATO	33.948.951 €	33.260.147 €
<i>Liquidità</i>	7.140.339 €	7.996.508 €
ATTIVO CIRCOLANTE	10.494.291 €	10.435.298 €
TOTALE ATTIVO	44.443.242 €	43.695.445 €
PN	33.494.275 €	33.620.532 €
PASSIVITA' CONSOLIDATE	7.676.152 €	7.297.228 €
PASSIVITA' CORRENTI	3.272.815 €	2.777.685 €
TOTALE PASSIVO	44.443.242 €	43.695.445 €

Conto economico riclassificato	2022	2023
Ricavi delle vendite e prestazioni	5.178.696 €	4.990.340 €
VALORE DELLA PRODUZIONE	6.473.875 €	6.132.120 €
VALORE AGGIUNTO	2.331.299 €	2.096.740 €
Retribuzione e altri oneri del personale	1.240.394 €	1.241.324 €
EBITDA	1.090.905 €	855.416 €
Ammortamenti	843.269 €	738.096 €
Svalutazioni dei crediti e delle immobilizzazioni	11.662 €	9.459 €
Accantonamenti per rischi e altri	200.477 €	1.154 €
EBIT	35.497 €	106.707 €
RISULTATO ANTE-IMPOSTE	210.490 €	326.279 €
RISULTATO NETTO	136.371 €	255.810 €

La società chiude l'esercizio 2023 con un utile in crescita rispetto agli esercizi precedenti, in continuità con il trend storico nonostante la progressiva riduzione di proventi delle società di gestione dei servizi a rete partecipate (gas metano e rifiuti). Da un punto di vista finanziario si riduce l'indebitamento da mutui e si verifica un consolidamento delle disponibilità. Le risultanze di bilancio mostrano l'equilibrio e la solidità economico-finanziaria della società.

La gestione del servizio rifiuti e di igiene ambientale rappresenta il ramo d'azienda oggetto della presente relazione di stima.

I Comuni di Castelbellino, Castelplanio Cupramontana, Maiolati Spontini, Mergo, Montecarotto, Monte Roberto, Poggio San Marcello, Rosora, San Paolo di Jesi, Serra San Quirico e Staffolo, nel corso del 2000, decisero di condurre in forma associata il servizio di gestione dei rifiuti e affidarono a CIS lo svolgimento del servizio suddetto, inteso come gestione delle attività di raccolta e trasporto indifferenziata e differenziata dei rifiuti, smaltimento, trattamento e recupero, spazzamento strade e attività complementari connesse (quali pulizia bagni pubblici, pulizia caditoie, taglio erba da interstizi strade, pulizia cestini ecc.).

Oggi il servizio è condotto direttamente da CIS per le attività di spazzamento strade (manuale e meccanizzato) e altre attività ambientali connesse, e tramite la società partecipata So.ge.nu.s S.p.A. (società anch'essa totalmente pubblica) per le attività di raccolta e smaltimento.

Sulla base di un percorso decisionale condiviso tra i 12 comuni soci e il Consorzio Intercomunale Vallesina Misa (CIR33), nel corso del 2009 la società ha riorganizzato il servizio per il miglioramento delle prestazioni ambientali del sistema di gestione dei rifiuti in ambito locale, per tendere alla massimizzazione della raccolta differenziata attraverso la differenziazione tra rifiuto secco e rifiuto organico.

I Comuni di ambito CIS garantiscono alle famiglie il servizio di raccolta domiciliare dei rifiuti ingombranti sulla base di specifico regolamento. La raccolta a domicilio presso le utenze civili viene organizzata esclusivamente per i materiali di grosso taglio (divani, poltrone, sedie, tavoli, elettrodomestici, televisori, tappeti, biciclette, materassi, damigiane, letti, stufe, carrozzine, ecc.).

L'ente territorialmente competente è l'Assemblea Territoriale d'Ambito ATO2-Ancona ATA Rifiuti ATO2. La gestione dei rifiuti nel comprensorio dei Comuni soci è, in sintesi, articolata come segue:

SERVIZIO IGIENE AMBIENTALE

Assetto	Autorità di Ambito	ATA Rifiuti ATO2 - Ancona
	Gestore d'ambito	Non ancora individuato
	Gestore comprensorio CIS srl	CIS srl – Sogenus Spa

Società di gestione	Sogenus spa	
	Oggetto sociale	Esercizio di servizi afferenti il ciclo dei rifiuti
	Soci e quote	CIS 38,252% - e altri soggetti pubblici
	Sede	Moie di Maiolati Spontini
	Capitale sociale	1.100.000,00

Il complesso dei servizi ambientali è proseguito anche nel 2023 in base ai previgenti assetti, in attesa che l'ATA Rifiuti pervenga alla individuazione del gestore a livello di ambito.

L'articolazione delle prestazioni è tuttora conforme alle decisioni adottate dai 12 Comuni soci in sede di affidamento. Infatti, le amministrazioni comunali individuarono nella So.ge.nu.s, anch'essa società in house, la società attraverso cui CIS avrebbe assicurato le attività di raccolta (indifferenziata e differenziata) e smaltimento dei rifiuti, mentre decisero di creare internamente a CIS la struttura per lo svolgimento

diretto del servizio di spazzamento strade e attività complementari.

La scadenza dell'affidamento del servizio è prevista per il 2030, ma la data di cessazione, molto probabilmente, coinciderà con l'individuazione del gestore d'ambito da parte di ATA Rifiuti Ancona.

Allo stato attuale la struttura dei servizi ambientali nel comprensorio dei 12 Comuni soci è la seguente:

Tabella: "Organizzazione dei servizi"

Segmento servizio	Soggetto di riferimento per la conduzione del servizio		
	CIS srl	Sogenus spa	Altri operatori individuati da ATA che si interfacciano direttamente con i Comuni
Servizio di spazzamento strade e attività complementari	Espletato da CIS srl come da standard servizio definiti con i Soci.		
Trattamento/smaltimento rifiuti indifferenziati (CER 20 03 01)	Dal 1 aprile 2018 il conferimento dei rifiuti CER 200301 avviene (per il tramite del gestore Sogenus spa) presso l'impianto di trattamento meccanico biologico sito nel comune di Corinaldo. Cis srl ha siglato apposito contratto con il gestore dell'impianto CIR 33 Servizi srl, per conto dei 12 comuni soci.		
Trasporto e recupero rifiuto organico (CER 200108)			Espletato da operatori individuati da ATA rifiuti ATO2-Ancona che si interfacciano direttamente con ATA Rifiuti e i singoli Comuni
Trattamento/recupero rifiuto da spazzamento strade (CER 200303)			Espletato da operatori individuati da ATA rifiuti ATO2-Ancona che si interfacciano direttamente con ATA Rifiuti e i singoli Comuni
Raccolta con avvio a Trattamento/recupero rifiuti ingombranti (CER 200307)		Espletato da Sogenus spa	
Raccolta con avvio a Trattamento/recupero rifiuti biodegradabili-compostabili (CER 200201)		Espletato da Sogenus spa	
Raccolta con avvio a Trattamento/recupero pile e farmaci (CER 200134 – 200132)		Espletato da Sogenus spa	
Servizio raccolta rifiuti indifferenziati e differenziati Il servizio comprende anche il lavaggio dei cassonetti stradali.		Espletato da Sogenus spa	

Servizio trasporto rifiuti indifferenziati e differenziati sino agli impianti di trattamento/recupero		Espletato da Sogenus spa	
Servizio raccolta rifiuti ingombranti		Espletato da Sogenus spa	
Servizio raccolta oli esausti	Espletato da Adriatica Oli sulla base del contratto siglato con CIS srl.		
Raccolta Trasporto e recupero indumenti usati	Espletato da Nicoletti Servizi di Filottrano sulla base del contratto siglato con CIS srl.		
Centro Ambiente			Centro Ambiente Il Quadrifoglio di Castelplanio

Per quanto attiene alle attività di spazzamento strade e attività accessorie, dal 2021, in linea con gli indirizzi forniti dai soci, sono stati adottati provvedimenti volti ad adeguare l'organizzazione del servizio agli standard base; inoltre, l'attività complementare extra perimetro Rifiuti Urbani di pulizia dei bagni pubblici sarà condotta da CIS fino a giugno 2024.

Per il trattamento dei rifiuti e l'impiantistica di riferimento si riporta quanto contenuto nella "Relazione sulla gestione al bilancio al 31.12.2023":

- *"nel corso del 2018, l'ATA Rifiuti, sulla base del Decreto n. 13 del 15.03.2018 "Trattamento e smaltimento dei rifiuti solidi urbani ed assimilati agli urbani dei Comuni dell'ATO2 Ancona – Periodo transitorio nelle more di approvazione del Piano d'Ambito di gestione dei Rifiuti in deroga al P.P.G.R. approvato con D.C.P. n. 60 del 19.04.2001, così come integrato e modificato con D.C.P. n. 79 del 28.06.2004", ha disposto il trasferimento di tutti i conferimenti al nuovo impianto di Corinaldo con cessazione della tritovagliatura e abbancamento presso la discarica di Maiolati Spontini. I conferimenti all'impianto di Corinaldo hanno avuto avvio dall'01.04.2018;*
- *sempre nel corso del 2018 l'ATA Rifiuti, su delega dei Comuni, ha espletato le gare per il trasporto e recupero di alcune tipologie di rifiuto (rifiuti urbani ed assimilati da spazzamento strade e rifiuti biodegradabili provenienti da giardini e parchi). Analogamente l'ATA ha individuato il soggetto aggiudicatario del servizio di trasporto e recupero di rifiuti biodegradabili provenienti da cucine e mense. A seguito dei provvedimenti predetti la So.ge.nu.s S.p.A. ha cessato queste competenze;*
- *a far data dall'aprile 2020 è cessata l'attività di smaltimento dei rifiuti speciali presso la discarica La Cornacchia di Maiolati Spontini come da comunicazione pec So.ge.nu.s S.p.A. prot. 504 del 10.04.2020".*

Come anticipato, l'attività di gestione dei rifiuti rappresenta, ai fini della perizia, il ramo d'azienda da conferire. Le ragioni sottese al conferimento del ramo di azienda sono riconducibili all'esigenza di costruire un bacino unico per la gestione dei rifiuti e dell'igiene ambientale nel territorio anconetano.

Per quanto riguarda i valori economico-patrimoniali del ramo d'azienda al 30.06.2024, si riportano di seguito le informazioni di bilancio fornite:

		igiene ambientale (30/06/2024)	
valore netto contabile cespiti ramo "Rifiuti"		10.799,29	
TFR ramo "Rifiuti"		93.149,75	
		Immobilizzazioni in corso e acconti	45.000,00
Ricavi ramo "Rifiuti"		2.295.696,02	
Costi ramo "Rifiuti"		2.131.565,61	

Oltre alla sintesi sopra esposta, di seguito il conto economico dettagliato del ramo d'azienda:

Conto economico al 30 giugno 2024 - igiene ambientale				
Mastro	Descrizione	Conto	Descrizione	Importo
Costi				0,00
MA1Y2	Acquisto di mat., ric. e app.	MA1Y21	Acquisto di materiali, ricambi e apparecchi	833,36
		MA1Y22	Acquisto vestiario per operai	752,64
		MA1Y41	Acquisto di materiale di consumo	1.650,76
	Totale Acquisto di mat., ric. e app.			3.236,76
MA1Y3	Acquisto di comb., carb. e lub	MA1Y31	Acquisto di combustibili, carburanti e lubrificanti	16.025,37
	Totale Acquisto di comb., carb. e lub			16.025,37
MB1Y1	Prest di l, m e r per man. ord	MB1Y11	Prestazioni di lav., manut. erip. per l'es. e la manut. ord	5.958,72
		MB1Y11A	Manutenzione e riparazioneauto servizi generali	6.604,87
	Totale Prest di l, m e r per man. ord			12.563,59
MB2Y1	Prestazioni professionali	MB2Y13	Amministrative, generali e gestionali	375,00
		MB2Y17	Spese per prestazioni operative da ditta Cavallari	1.540.970,48
	Totale Prestazioni professionali			1.541.345,48
MB2Y4	Comunicazioni	MB2Y42	Spese telefoniche	61,88
	Totale Comunicazioni			61,88
MB2Y5	Trasporti	MB2Y51	Trasporti su acquisti	45,00
	Totale Trasporti			45,00
MB2Y6	Servizi per il personale	MB2Y13I	Servizi di lavoro interinale	3.303,61
		MB2Y62	Addestramento e formazione del personale	180,33
		MB2Y64	Partecipazione convegni (iscrizione)	36,00
	Totale Servizi per il personale			3.519,94
MB2Y7	Assicurazioni	MB2Y70	Assicurazioni amministrative	402,94
		MB2Y71	Assicurazioni auto	4.402,50
	Totale Assicurazioni			4.805,44
MB2Y8	Energie	MB2Y81	Spese per consumo acqua	549,19
		MB2Y83	Spese per energia elettrica	259,33
	Totale Energie			808,52
MB2Y9	Altri servizi	MB2Y91	Smaltimento rifiuti speciali	330.002,88
	Totale Altri servizi			330.002,88
MC2Y1	Noleggi, affitti, loc. e sim.	MC2Y11	Affitti locali	5.533,92
		MC2Y15	Noleggio spazzatrice	17.880,00
	Totale Noleggi, affitti, loc. e sim.			23.413,92
MD1Y1	Retribuzioni lorde	MD1Y11	Stipendi, salari e simili	105.940,00
		MD1Y12	Costo personale interinale	30.414,47
	Totale Retribuzioni lorde			136.354,47
MD2Y1	Oneri contributivi obbligatori	MD2Y11	Oneri previdenziali su paghe dipendenti	37.484,00
	Totale Oneri contributivi obbligatori			37.484,00
MD3Y1	T.F.R. erogati	MD3Y13	Accantonamento al Fondo T.F.R.	7.398,00
	Totale T.F.R. erogati			7.398,00
MD5Y1	Oneri contrattuali e facoltat.	MD5Y14	Altre spese del personale	521,88
	Totale Oneri contrattuali e facoltat.			521,88
ME2R7	Ammortamento ordinario + ant.	ME2R71	Ammortamento ordinario	10.112,00
	Totale Ammortamento ordinario + ant.			10.112,00
MFOY1	Esistenze iniziali	MFOY12	Materiali ed apparecchi a magazzino	684,95
	Totale Esistenze iniziali			684,95
MI1Y3	Tasse e canoni di concessione	MI1Y34	Bollo auto	220,20
	Totale Tasse e canoni di concessione			220,20
MI2Y1	Altri oneri e spese generali	MI2Y11	Contributi associativi	2.775,50
		MI2Y18	Oneri e spese diverse	185,83
	Totale Altri oneri e spese generali			2.961,33
	Totale			2.131.565,61
	Totale costi			2.131.565,61
Ricavi				0,00
LE3R1	Ricavi diversi ordinari	LE3R15	Ricavi per prestazioni diverse a richiesta di terzi	1.750,00
	Totale Ricavi diversi ordinari			1.750,00
LE4R4	Altri rimborsi diversi	LE4R42AB	PRESTAZIONI PULIZIA BAGNI	2.011,46
		LE4R42AC	PRESTAZIONI CIS PEF ATA	750.263,58
		LE4R42AS	PRESTAZIONI SOGENUS PEF ATA	1.540.970,98
	Totale Altri rimborsi diversi			2.293.246,02
MFOY2	Rimanenze finali	MFOY22	Materiali ed apparecchi a magazzino	700,00
	Totale Rimanenze finali			700,00
	Totale			2.295.696,02
	Totale ricavi			2.295.696,02
RIEPILOGO				
			TOTALE COSTI	2.131.565,61
			TOTALE RICAVI	2.295.696,02
			DIFFERENZA	164.130,41

I risultati mostrano che il settore è teso all'equilibrio economico-finanziario in base ai presupposti della deliberazione ARERA 443/2019. I fattori che hanno garantito una stabilizzazione del ramo sono stati la graduale copertura integrale dei costi di gestione ed i provvedimenti di riorganizzazione dei servizi di spazzamento che hanno permesso di contenere i costi di esercizio, anche se si risente di maggiori costi riscontrati rispetto ai ricavi previsti dal PEF ATA.

Per quanto attiene alle prospettive del settore e all'esercizio 2024, si può dire che CIS opera in settori regolati e negli ultimi anni ha subito il forte impatto della riforma della gestione dei servizi pubblici a rilevanza economica a rete per ambiti ottimali di cui anche questo conferimento rappresenta un aspetto, visto che il conferimento è motivato dalla definizione del Gestore Unico Provinciale del servizio di igiene ambientale, con ipotesi di affidamento alla società AnconAmbiente S.p.A., previa adesione della CIS Srl alla compagine sociale di AnconAmbiente tramite conferimento del relativo ramo d'azienda.

4. I METODI DI VALUTAZIONE: GENERALITÀ ED ASPETTI TEORICI

Come è noto non esistono formule o regole definite cui attenersi per effettuare valutazioni di società, aziende o rami di esse. La dottrina e la prassi professionale hanno tuttavia sviluppato metodologie che riscontrano generale accettazione presso gli operatori e che possono adattarsi alle diverse esigenze valutative.

Le metodologie si differenziano tra loro in quanto pongono l'enfasi su aspetti diversi dell'azienda da valutare. Tali metodiche, seppure in astratto tutte corrette sotto il profilo concettuale, presentano però problemi peculiari nella loro applicazione pratica, derivanti dalla corretta identificazione delle variabili essenziali delle formule sottostanti, nonché dalla concreta reperibilità di fonti informative adeguate.

I metodi di valutazione devono perciò essere opportunamente scelti, a seconda della natura e delle caratteristiche dell'azienda da valutare, delle informazioni disponibili, nonché delle finalità della valutazione stessa.

Il valore, infatti, dipende da molteplici considerazioni proprie delle parti contraenti che, in teoria, ed a seconda dei casi, potrebbero perfino prescindere dagli aspetti patrimoniali, reddituali e finanziari dell'oggetto di negoziazione. Il problema fondamentale della valutazione condotta da un perito indipendente, invece, consiste nell'esprimere sotto forma numerica l'universalità dei fattori che costituiscono nel

loro insieme la realtà aziendale. Per quanto sopra specificato, l'obiettivo generale dell'azionalista in una valutazione è la determinazione del cosiddetto "valore obiettivo", cioè del prezzo che in circostanze normali, astraendosi dalle considerazioni delle parti contraenti, dei loro particolari interessi e dello stato di cose esistenti, può essere considerato come "adeguato" e prossimo ad un valore effettivo di scambio.

È di conseguenza necessario ricordare che la valutazione di qualsiasi azienda non può risolversi in una mera applicazione di formule, utilizzate in modo meccanico sulla base di dati contabili o extra-contabili. Questa regola generale vale soprattutto nelle scelte dei parametri che entrano nelle formule stesse, scelte che necessariamente sono in parte soggettive, in quanto legate sostanzialmente all'esperienza maturata in questo specifico settore professionale.

Prima di illustrare i metodi che si è deciso di adottare nel caso in questione, è opportuno indicare brevemente i caratteri fondamentali di quelli che vengono comunemente proposti dalla dottrina e dalla prassi professionale prevalente.

In prima approssimazione si può affermare che il processo valutativo di un'azienda scaturisce da un complesso esame che investe sia la capacità di reddito dell'oggetto di valutazione che la sua struttura patrimoniale. Pertanto, i criteri valutativi si possono ricondurre a distinti procedimenti di calcolo, quali quelli di seguito individuati.

Criteri del costo

I criteri del costo si fondano sull'ipotesi che un investitore razionale attribuisca ad un bene esistente un valore non superiore al suo costo di sostituzione (o di riproduzione). Il costo di sostituzione (o di riproduzione) include gli oneri associati alla costruzione, ai prezzi applicabili alla data di riferimento della valutazione, di beni simili con utilità equivalente.

I criteri del costo trovano di norma applicazione mediante utilizzo dei c.d. metodi patrimoniali.

Tali metodologie consentono di giungere alla valutazione del capitale economico della società tramite la riespressione a valori correnti dei cespiti e di tutti gli elementi attivi e passivi del patrimonio aziendale; il valore dell'azienda (W) corrisponde, pertanto, al valore del patrimonio netto rettificato (K) a valori correnti, in base alla seguente, in apparenza semplice, formula $W = K$.

Il metodo in questione, che ha il pregio di addivenire ad una valutazione del

patrimonio aziendale oggettiva e riscontrabile, si caratterizza per la stima analitica a valori correnti di sostituzione: *analitica*, perché effettuata distintamente per ciascun elemento del patrimonio; *a valori correnti*, perché basata sui prezzi di mercato del momento; *di sostituzione*, perché l'ipotesi di base è quella del riacquisto (o della riproduzione) per elementi attivi e della rinegoziazione per quelli passivi.

Nell'ambito dei metodi di valutazione patrimoniali, si distingue normalmente i metodi patrimoniali semplici ed i metodi patrimoniali complessi: nei primi non sono considerati ai fini della valutazione i beni immateriali (salvo, eventualmente, valori immateriali per cifre modeste o trascurabili, quali ad esempio disaggi su obbligazioni, costi di aumento di capitale, ecc.); nei metodi patrimoniali complessi si considerano, viceversa, anche i beni immateriali.

Criteri economico finanziari

I criteri economico finanziari si fondano sull'ipotesi che il valore di un bene sia pari al valore attuale dei benefici futuri ottenibili dal suo utilizzo.

I criteri economico finanziari sono di norma applicati mediante l'utilizzo delle metodologie reddituali e finanziarie.

Metodi reddituali

I metodi reddituali fondano il proprio presupposto sulla capacità dell'azienda di generare un flusso reddituale riproducibile in futuro. Il valore del capitale economico (W) viene, dunque, stimato sul piano quantitativo, come funzione del reddito atteso R. La definizione del reddito atteso può avvenire sia facendo riferimento ai dati storici che a quelli espressi dai piani aziendali; in ogni caso, l'obiettivo consiste nel pervenire a risultati che possano essere considerati rappresentativi della futura evoluzione della redditività aziendale (c.d. reddito medio prospettico annuo o dizioni analoghe).

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

Nel primo caso, il valore dell'azienda (W) equivale al valore attuale di una rendita temporanea, in cui "R" è il reddito atteso ed "n" la durata prevista, secondo la seguente formula.

Valore attuale del reddito a durata limitata:

$$W = R \cdot a_{\infty|i}$$

Nel secondo caso, il valore dell'azienda (W) equivale al valore attuale di una rendita perpetua di rata costante R calcolata al tasso (i), determinato in base alla seguente formula.

Valore attuale del reddito perpetuo:

$$W = R/i$$

La configurazione del reddito R rilevante, ai fini dell'applicazione del metodo in questione, è quella prospettica, idonea a riflettere le condizioni di redditività attesa dell'azienda, *media*, vale a dire che l'impresa è stabilmente in grado di produrre, e *normalizzata*, ossia depurata dalle componenti straordinarie non ripetibili o, comunque, estranee alla gestione. Pertanto, nella configurazione del reddito R rilevante deve essere eliminata ogni componente negativa la cui appostazione è dettata esclusivamente dall'esigenza di ridurre il reddito imponibile ai fini dell'imposizione fiscale, ovvero dall'intento di attuare determinate politiche di bilancio.

Il reddito *medio normale* deve essere, infatti, calcolato con riferimento a condizioni normali di svolgimento della gestione ed, in particolare, a condizioni di indebitamento "regolari" e non eccezionali, in assenza di situazioni particolarmente favorevoli o sfavorevoli, e consegue da una redistribuzione nel tempo dei componenti straordinari (plusvalenze e minusvalenze patrimoniali, rettifiche di costi e ricavi di precedenti esercizi, ecc.); il medesimo, inoltre, deve essere determinato al netto degli oneri tributari anche potenziali e dei compensi figurativi diversi dalla remunerazione del capitale proprio e delle eventuali partecipazioni agli utili spettanti a terzi. Il tasso di attualizzazione (i) utilizzato incorpora il compenso derivante dal semplice trascorrere del tempo (sostanzialmente pari al rendimento riconosciuto ad attività prive di rischio) ed altresì l'adeguata remunerazione del rischio d'impresa.

In particolare, il tasso di puro interesse, relativo agli impieghi di capitale a rischio nullo, è generalmente determinato con riferimento ai rendimenti dei titoli di debito pubblico a scadenza non breve, ovvero allineata alla presunta durata della società.

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

1* condizioni generali, ovvero congiuntura economica, inflazione, situazione politico – sociale del paese, ecc.;

2* condizioni settoriali, ovvero struttura del mercato di appartenenza, condizioni varie di instabilità del settore, ecc.;

3* condizioni aziendali, ovvero solidità patrimoniale, livello e composizione dell'indebitamento, situazione di liquidità variabilità dei risultati operativi della gestione, ecc...

Metodi finanziari

I metodi finanziari ravvisano nella capacità dell'azienda di produrre flussi di cassa l'elemento fondamentale ai fini della valutazione. In particolare, il valore di un'azienda è il risultato della somma algebrica del valore attuale dei flussi di cassa che la stessa sarà in grado di generare in futuro (c.d. Discounted cash flow, in acronimo DCF).

Il tasso di attualizzazione utilizzato per scontare, al valore attuale, i flussi di cassa attesi in futuro può essere il tasso di rendimento del capitale di rischio, ovvero il costo medio ponderato del capitale, a seconda della configurazione di flusso di cassa considerata (equity side vs asset side).

Tali metodi trovano spesso applicazione nei casi in cui sono disponibili proiezioni economiche e patrimoniali di medio-lungo termine e sono generalmente considerati molto affidabili.

Criteri di mercato

I criteri di mercato si basano sull'assunto che il valore di un bene sia determinabile con riferimento al prezzo fatto in scambi di beni simili avvenuti nel recente passato.

I criteri di mercato sono di norma applicati mediante utilizzo delle metodologie riferibili ai multipli di borsa o a transazioni comparabili.

Metodo dei multipli di borsa

Il metodo dei multipli di borsa consiste nel raffrontare il valore della società da valutare comparativamente con quello di società quotate simili. Tale metodo è normalmente utilizzato per la valutazione di aziende con titoli non quotati su mercati regolamentati, ma che abbiano caratteristiche in qualche misura assimilabili a società quotate.

Il metodo dei multipli trova fondamento nei dati espressi dalle transazioni di mercato per beni omogenei, e quindi comparabili, a quello oggetto della valutazione. Tale metodo si sostanzia nell'applicazione di una percentuale o di un moltiplicatore ad una grandezza economica (di solito il reddito netto, il reddito operativo, il margine operativo lordo, l'ebit, l'ebitda, ecc..) ritenuta significativa ed in grado di esprimere il valore del bene. A ciò si applicano normalmente dei correttivi (sconti) per tenere conto del diverso grado di liquidabilità delle società prese in considerazione.

Metodi delle transazioni comparabili

I metodi delle transazioni comparabili consistono nel riconoscere all'azienda un valore pari ai prezzi fatti in transazioni recenti fuori mercato, aventi per oggetto aziende simili. Il problema, a questo proposito, è ovviamente quello di disporre di informazioni adeguate.

Criteri misti

I criteri misti si fondano sull'idea che il valore di un bene dipenda sia dal suo costo di sostituzione (o di riproduzione), sia dalla sua capacità di produrre benefici economici futuri. Tali criteri sono di norma applicati mediante utilizzo di combinazioni di metodi sia patrimoniali che reddituali. Tra i metodi misti una delle metodologie più diffuse è appunto quella del *metodo misto patrimoniale-reddituale con stima autonoma dell'avviamento*.

Questo metodo, che attua una sorta di mediazione tra i pregi e i difetti dei criteri patrimoniali e reddituali, consente di considerare, nel processo valutativo, tanto la consistenza patrimoniale dell'azienda, quanto le sue prospettive di reddito: la stima è idonea, pertanto, a riflettere gli elementi di obiettività e verificabilità propri dell'analisi patrimoniale (valutazione dell'attivo, ivi compresi i beni e i diritti, al netto dei capitali dei terzi investiti in azienda), senza tuttavia trascurare le attese reddituali, concettualmente più rappresentative del valore economico dell'azienda.

Il medesimo prevede, in concreto, la determinazione del valore del patrimonio dell'azienda, mediante la verifica della consistenza delle attività investite in azienda, al netto delle passività, a cui si aggiunge l'avviamento che rettifica in aumento (goodwill) o in diminuzione (badwill) il valore patrimoniale netto rettificato.

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

5. METODI DI STIMA ADOTTATI PER LA DETERMINAZIONE DEL VALORE CORRENTE TEORICO DEL RAMO D'AZIENDA "RIFIUTI ED IGIENE AMBIENTALE"

Si espongono di seguito le principali motivazioni alla base della scelta metodologica operata dallo scrivente ai fini della determinazione del valore del ramo d'azienda "Rifiuti ed igiene ambientale" della società CIS Srl, a cui si aggiunge la precisazione che sarà il medesimo metodo che verrà adottato nella valutazione delle altre società interessate alla operazione di conferimento a cui si è fatto riferimento prima.

È utile ricordare che i Principi Italiani di Valutazione (PIV), in tema di conferimento, precisano quanto segue: "IV.5. Conferimenti e trasformazioni. Premessa. In questa sezione viene affrontato il tema della valutazione dei conferimenti in natura disciplinato dagli artt. 2343, 2343-ter e 2465 c.c. Poiché l'art. 2500 c.c. relativo alle trasformazioni, espressamente rinvia agli artt. 2343 e 2465, gli stessi principi trovano applicazione nel campo delle trasformazioni.

(...). Sotto il profilo della sostanza economica, i conferimenti possono essere distinti in due principali categorie in relazione alle caratteristiche della società beneficiaria:

- 1) conferimenti a favore di una conferitaria neocostituita;
- 2) conferimenti a favore di una conferitaria già operativa.

In entrambi i casi, la valutazione di conferimento è finalizzata a garantire i creditori e i terzi dell'effettiva sussistenza del capitale della conferitaria; tuttavia, nel caso di conferitaria già operativa, il conferimento richiede anche che sia garantito nella valutazione un equilibrio negoziale fra valore del conferimento e valore delle nuove azioni emesse a servizio del conferimento, del tutto simile a quello che si realizza nel caso delle fusioni.

La valutazione non può considerare comunque valori potenziali, ma solo valori in atto".

Ancora, sempre per i PIV:

"Sotto il profilo valutativo è importante anche distinguere fra conferimenti che hanno per oggetto un insieme (non organizzato) di beni o piuttosto un'azienda o un ramo di azienda. La principale differenza fra singoli beni e aziende (o rami) attiene al fatto che solo a queste ultime/i può essere eventualmente associato avviamento. Nel caso di

conferimento di un insieme organizzato di beni bisogna poi distinguere fra conferimenti di aziende e conferimenti di rami di azienda. La principale differenza in questi casi attiene al fatto che nel caso di conferimento di azienda l'esperto normalmente dispone d'informazione storica in merito alle performance (conto economico) del compendio conferito mentre nel caso dei rami spesso questa informazione non è disponibile. Inoltre nel caso del conferimento dei rami è spesso necessario anche normalizzare il reddito atteso del perimetro conferito quando il ramo è un segmento operativo di un'azienda preesistente, modificato: nell'aspetto patrimoniale, aggiungendo togliendo alcune attività o passività in sede di formazione dell'apporto; oppure nell'aspetto gestionale, aggiungendo o togliendo prodotti, mercati, clienti, know-how, personale, ecc."

Fatta questa premessa, tornando all'applicazione del metodo di valutazione, come già accennato, nessuna delle metodologie precedentemente esposte può considerarsi in assoluto preferibile rispetto alle altre. Tutti i metodi utilizzati nella prassi professionale possiedono infatti pregi e difetti, e nessuna scelta metodologica può essere esente da critiche.

In generale la scelta del metodo di valutazione deve quindi essere effettuata tenendo in considerazione:

1. le caratteristiche specifiche e la situazione dell'azienda oggetto di valutazione;
2. lo scopo per cui è stata richiesta la valutazione;
3. la qualità ed il grado di dettaglio delle informazioni disponibili.

La scelta dei criteri e dei metodi di valutazione è inoltre influenzata dalle finalità e dal contesto della valutazione, nonché dalla qualità delle informazioni disponibili.

Le finalità determinano in misura incisiva la scelta dei criteri. È chiaro che le prospettive di cessione di una società possono portare a scelta di metodi molto orientati al mercato, quali i multipli, mentre in un conferimento si è di regola più propensi a scegliere tecniche più prudenziali, quali i metodi patrimoniali. Nel caso di un recesso, ancora, si esclude per prassi prevalente l'adozione di premi/sconti di maggioranza, in altri casi, invece, ne è tipica ed opportuna l'adozione.

In quanto alle informazioni disponibili, se la società è dotata di un piano industriale, questo consente la possibilità di optare per un approccio basato sui flussi, siano essi reddituali (metodo reddituale) o finanziari (DCF). Nel caso di specie, non sono

disponibili dei piani industriali.

Per altro il DCF, visto il metodo tariffario in vigore, crea significative disparità tra le aziende che stanno investendo e quelle più consolidate, che si trovano a non dover subire il gap temporale tra le uscite determinate dagli investimenti ed il loro riconoscimento in tariffa.

I flussi, ancora, sono tipicamente correlati ad una visione lucrativa della gestione aziendale, la qual cosa mal si concilia con la natura delle società in house, che operano in una logica di mantenimento dell'equilibrio e che, ove dimostrassero entrate e ricavi significativi, si vedrebbero inevitabilmente costrette a contenere le tariffe negli anni successivi.

Per la medesima ragione, dopo attenta riflessione, ci sentiamo di escludere i metodi empirici, e segnatamente quello di più semplice e diffusa applicazione, ovvero il metodo dei multipli, anche se è pur vero che riconoscere un adeguato peso al fatturato aziendale è in certa misura necessario, dato il valore che esso rappresenta.

I multipli, infatti, hanno una vocazione fortemente di mercato e, dato il contesto, non ci paiono rispondenti alle finalità di un conferimento in natura, né del valore di recepimento dello stesso. In questi casi è opportuno muoversi con estrema prudenza, onde evitare di correre il rischio di annacquare il patrimonio netto aziendale risultante dalla operazione. Per altro i multipli portano a valori estremamente volatili e tengono conto di riferimenti di mercato finanziario che non possono avere riscontro in delle società pubbliche organizzate secondo il modello dell'in house providing.

Tenendo conto delle informazioni forniteci e della finalità della valutazione, nel caso di specie, consapevoli della necessità di effettuare una scelta coerente con l'operazione in corso, la nostra preferenza ricade sul metodo patrimoniale complesso, giacché esso, oltre ad essere un metodo razionale e obiettivo, tiene in qualche misura conto delle componenti immateriali, esprimibili in certa misura dalla capacità della azienda di essere attrattiva e di generare ricavi, qui esprimibile come valore del marchio o, in altri termini, di avviamento.

Pertanto, l'applicazione del metodo patrimoniale complesso ci pare il metodo preferibile dato il contesto di cui si tratta.

Secondo il metodo patrimoniale complesso, come noto, si misura in prima battuta il patrimonio netto rettificato, frutto della riespressione dei valori di bilancio a valori di mercato. Ad esso viene sommato appunto il valore di avviamento (I), inteso come

valore di “*intangible*” di sintesi.

Vale la pena di ricordare che, nella prassi professionale, normalmente si tende ad utilizzare, nell’ambito di uno stesso processo di stima, un metodo principale ed uno di controllo. In linea di principio, infatti, questo serve a confermare la correttezza del metodo principale. Nel caso di specie, alla luce del fatto che non ci paiono adatti gli altri metodi sopra elencati, ovvero, né quelli fondati sui flussi né quelli empirici, a dare una corretta misura del valore della società (e delle società oggetto della operazione complessivamente intesa) non si procederà all’applicazione di un metodo di controllo, affidandosi, quindi, al solo metodo patrimoniale complesso. Questo approccio valutativo, per altro, è certamente prudente e pare, quindi, adatto ad un conferimento di rami di azienda che coinvolge solo società in house, che sono, pertanto, poco in sintonia con metodiche più orientate al mercato.

Si procede, ora, alla determinazione del valore del ramo d’azienda “*Rifiuti ed igiene ambientale*” di CIS Srl, procedendo prima all’applicazione del criterio delle royalties e poi alla determinazione del patrimonio netto rettificato.

6. IL METODO PATRIMONIALE COMPLESSO E IL CRITERIO DELLE ROYALTIES

Come si è detto, una evoluzione del metodo patrimoniale semplice è rappresentata dal c.d. “*metodo patrimoniale complesso*”. In questo caso, oltre ai beni materiali dell’azienda, vengono presi in considerazione anche quelli immateriali, i cosiddetti “*intangibles*”, che siano essi già contabilizzati o meno ¹.

Valutare il capitale economico di un’azienda applicando il metodo patrimoniale semplice vuol dire misurare solo i beni materiali ed ignorare quegli elementi immateriali che sono i veri fautori del successo competitivo dell’azienda.

Infatti, gli intangibles assumono un ruolo significativo nel conseguimento di valore e di vantaggio competitivo di un’azienda; ma per poter essere ricompresi nel processo di valutazione aziendale, devono possedere alcuni requisiti, fra i quali: essere negoziabili ovvero trasferibili, poiché nella logica del sistema patrimoniale non ha senso misurare il valore di un bene che non può essere ceduto singolarmente considerato; il loro valore deve essere determinabile, in base alle metodologie elaborate dalla prassi aziendale; la loro utilità deve essere ragionevolmente durevole,

¹ cfr. S. Pozzoli, Valutazione d’azienda, Milano. Ipsoa, 2024.

e devono quindi consistere in immobilizzazioni.

Normalmente, tali assets si dividono in due categorie, ovvero gli intangibles di marketing (quali ad esempio il logo della società, il marchio, le insegne, ecc.) e gli intangibles tecnologici (quali ad esempio know how, software, brevetti, data-base, investimenti in R & S).

La formula che esprime da un punto di vista quantitativo il valore del capitale economico, applicando il metodo patrimoniale complesso, è la seguente²:

$$W = K' + I$$

dove:

K' = valore del capitale netto rettificato;

I = valore dei componenti immateriali non contabilizzati.

Il valore del capitale netto rettificato è in sostanza il risultato dell'applicazione del metodo patrimoniale semplice. La logica alla base del metodo patrimoniale è quella di pervenire alla stima del valore attraverso l'espressione a valori correnti delle poste attive e passive del patrimonio. In formula:

$$W = K'$$

laddove:

W = valore economico dell'azienda determinato con il metodo patrimoniale semplice

K' = valore del patrimonio netto rettificato.

In base a tale criterio, il valore corrente teorico di una società è dato dalla somma algebrica del valore del patrimonio strumentale. Il primo passaggio nell'applicazione di questa metodologia consiste nell'esprimere a valore corrente tutte le poste dell'attivo e del passivo dello stato patrimoniale; in questo modo si giunge alla determinazione di un patrimonio netto espresso a valori correnti detto "patrimonio netto rettificato".

Il patrimonio netto rettificato K' è il risultato, quindi, di una valutazione al valore corrente di mercato, in ipotesi di continuità di gestione, di tutte le attività

² cfr. S. Pozzoli, Valutazione d'azienda, Milano. Ipsosa, 2024.

debitamente diminuite di tutte le passività.

Tale valutazione si articola generalmente nelle seguenti fasi:

1. identificazione del patrimonio netto contabile (i);
2. accertamento delle eventuali differenze fra il valore corrente ed il valore contabile delle attività e delle passività patrimoniali (ii);
3. applicazione della fiscalità latente sui plusvalori determinati (iii);
4. calcolo del patrimonio netto rettificato (iiii).

La misura del patrimonio netto contabile non solleva generalmente problemi applicativi, in quanto si risolve nel sommare al capitale versato le riserve di natura patrimoniale risultanti in bilancio. Tale importo viene poi integrato dal risultato netto del periodo di riferimento.

Per quanto riguarda, invece, il valore dei componenti immateriali non contabilizzati, nella prassi esistono tre principali categorie di approcci valutativi per gli intangibles, che sono in sostanza delle varianti dei metodi tradizionali (flussi, multipli, empirici, ecc.) capaci di adattarsi maggiormente alla realtà oggetto di valutazione³. Questi possono essere classificati come:

- I. Approccio del costo – si fa riferimento al costo storico oppure al costo di riproduzione. Rientrano in tale approccio i criteri analitici basati sul costo;*
- II. Approccio del risultato differenziale - si aggiornano i redditi differenziali o si stima il costo della perdita. Rientrano in tale approccio i criteri analitici economici;*
- III. Approccio del mercato - si fa riferimento ai metodi più utilizzati per il calcolo del valore del marchio. Rientrano in tale approccio i criteri empirici.*

I “criteri analitici basati sul costo” a loro volta si distinguono in “criterio del valore residuo dei costi sostenuti per ottenere i beni” e in “criterio dell’attualizzazione dei costi da sostenere per riprodurre i beni”, laddove il primo consiste nell’individuazione dei costi sostenuti per l’acquisizione del bene e nella sua successiva espressione a valori correnti, al netto degli ammortamenti, in modo da tenere conto della vita media residua del bene; mentre il secondo consiste nella stima dei costi necessari a

³ cfr. S. Pozzoli, Valutazione d’azienda, Milano. Ipsosa, 2024.

riprodurre i beni, e può essere effettuata identificando tutti i costi effettivamente necessari alla riproduzione e quindi, ove si trattasse di stimare il valore del marchio aziendale, si tratta di identificare i costi per tutte le spese pubblicitarie e promozionali sostenute per la diffusione del marchio (spot pubblicitari su media, cartelloni affissi nelle città, iniziative promozionali, ecc.).

I “*criteri analitici economici*” mirano invece all’attualizzazione dei redditi spettanti al possessore dei beni o, in alternativa, delle perdite che si subirebbero in caso di cessione del bene. L’applicazione di questo metodo può essere espressa dalla formula sotto riportata che permette l’attualizzazione dei benefici (intesi come differenza fra ricavi e costi connessi) relativi al bene oggetto di stima.

$$BI = (R - C) an^{-i}$$

dove:

BI = valore dell’intangibile che si vuole stimare

R = ricavi attesi e derivanti dal possesso dell’intangibile (i ricavi che ci si attende di ottenere relativamente allo sfruttamento del marchio)

C = costi di mantenimento dell’intangibile (le spese pubblicitarie da sostenere per evitare un deprezzamento / indebolimento del marchio)

n = numero di anni per cui si prevede di poter sfruttare l’intangibile (il marchio)

i = tasso di interesse per l’attualizzazione

È possibile anche cercare di misurare il decremento dei ricavi, e quindi le perdite, che privarsi del bene comporterebbe, per stimare il costo opportunità che determinerebbe la cessione dell’intangibile (ad esempio il calo delle vendite in seguito alla cessione del proprio marchio). In questo caso si procede ad attualizzare le perdite presunte:

$$BI = L an^{-i}$$

dove:

BI = valore dell’intangibile da stimare

L = sono le perdite che si prevede di dover subire negli anni successivi alla cessione dell’intangibile

n = numero di anni necessari a ricostituire la situazione di mercato ante cessione

i = tasso di interesse per l'attualizzazione

In realtà, sia nel caso degli approcci del costo che di quelli fondati sui flussi, si tratta di metodiche molto teoriche e, soprattutto, estremamente discrezionali, quando non del tutto arbitrarie. Per questa ragione, nella prassi professionale, sono molto più diffusi i metodi empirici.

Tra i “*metodi empirici o di mercato*” vi rientrano, secondo i PIV (III.5.10), il “*criterio delle transazioni comparabili*” ed il “*metodo delle royalties*”.

Il “*criterio delle transazioni comparabili*” determina il valore del bene intangibile sulla base di multipli desunti da transazioni aventi per oggetto beni simili. A causa della eterogeneità dei beni immateriali può essere difficile identificare beni immateriali comparabili. Infatti, è spesso necessario in questi casi procedere a rettificare i multipli per considerare quegli aspetti che appartengono al bene oggetto di transazione e non al bene oggetto di valutazione e viceversa.

Il “*criterio delle royalties*” di mercato di beni comparabili determina il valore del bene sulla base del valore attuale delle royalties riconosciute su beni comparabili.

Questo è il metodo che, a parere di chi scrive, è di regola il più affidabile. In tal caso il valore del marchio o del brevetto è ricavato attualizzando la percentuale di royalties ottenibile dalla concessione degli stessi per un ragionevole numero di anni.

Come è noto sono disponibili servizi quali, *RoyaltySource* (<https://royaltysource.com/>) ed altri, che consentono di avere una indicazione empirica sul tasso da applicare ai fatturati attesi, che andranno poi attualizzati.

Si noti che la dottrina prevalente ritiene che il flusso debba essere sempre calcolato al netto delle imposte, come meglio verrà spiegato nel prosieguo.

Ai fini della presente perizia di stima si è scelto di adottare un approccio empirico, in particolare il cosiddetto “*criterio delle royalties*”, per far emergere un *intangibile asset*, in particolare un *avviamento*.

Il tasso di royalties può assumere valori molto diversi in funzione del settore merceologico di riferimento, della forza del marchio e del grado di concorrenzialità del settore medesimo.

Il criterio delle royalties si esplica, fondamentalmente, nell'applicazione della seguente formula:

$$W_M = \sum_{t=1}^n \frac{F_t \cdot r}{(1+i)^t}$$

dove:

W_M = valore economico del marchio;

r = percentuale dei flussi di fatturato attesi, attribuibili alla royalty da valutare;

F_t = valore normalizzato dei fatturati attesi;

n = vita utile del bene immateriale;

i = tasso di attualizzazione.

Nel caso di specie, lo scrivente procederà prima alla stima autonoma dell'avviamento (I) con il metodo delle royalties e successivamente alla determinazione del patrimonio netto rettificato (K'). Questo, per comodità di calcolo, giacché il valore "I" rientra nel K' ed è quindi prodromico alla determinazione del valore economico del ramo d'azienda "Rifiuti ed igiene ambientale" della società.

7. IL CRITERIO DELLE ROYALTIES E LA STIMA AUTONOMA DELL'AVVIAMENTO

Si procede, dunque, all'individuazione delle variabili necessarie per il calcolo dell'intangible asset secondo il criterio delle royalties:

1. "n", ovvero la vita utile da considerare;
2. "Ft", ovvero il fatturato atteso;
3. "r", ovvero il royalty rate;
4. "i", ovvero il tasso di attualizzazione.

Si ritiene ragionevole stimare la vita utile (n) dell'intangible in 5 anni, non trattandosi propriamente di marchio, ma di avviamento, ovvero di attitudine del ramo d'azienda

“Rifiuti ed igiene ambientale” a produrre valore. Si considera prudentiale l’orizzonte temporale 2024-2028 sul quale costruire i fatturati attesi del periodo in esame, tenendo conto che la data di riferimento della perizia è il 30.06.2024, le attualizzazioni verranno operate con riferimento a tale data.

Non potendo utilizzare i valori del piano industriale, si procede alla costruzione del dato di fatturato atteso (Ft) e si ritiene congruo utilizzare, nell’orizzonte temporale scelto, un valore pari al fatturato 2023 del solo servizio “Rifiuti ed igiene ambientale” di euro 3.794.300. Di seguito una tavola di sintesi, estratta dalla nota integrativa al bilancio 2023, dei ricavi delle vendite per area di attività, dalla quale sono stati desunti i valori del fatturato del servizio “Rifiuti ed igiene ambientale”:

Suddivisione dei ricavi delle vendite e delle prestazioni per categoria di attività

Categoria di attività	Valore esercizio corrente
SERVIZIO ENERGIA	1.329
SERVIZIO ENTRATE	512.373
SERVIZIO IGIENE AMBIENTALE	3.794.300
PUBBLICA ILLUMINAZIONE	662.816
SISTEMA INFORMATIVO TERRITORIALE	19.522
Totale	4.990.340

Pertanto, il fatturato atteso (Ft) nel periodo 2024-2028 si stima pari ad euro 3.794.300.

Per quanto riguarda il valore delle royalties relative al settore dei rifiuti, si è ritenuto opportuno valutare i report redatti e prodotti dalla società Royalty Source. Interrogando, infatti, il sito web della Royalty Source⁴, si è fatta richiesta di un report che potesse fornire il tasso di royalty specifico del settore dei rifiuti.

La ricerca condotta nell’ambito dell’ “Environmental Waste Management Related” da parte della Royalty Source ha prodotto alcuni report sulla base di un campione di aziende, europee e statunitensi, militanti in svariati settori della gestione del rifiuto (dal trattamento e recupero del rifiuto domestico, alla conversione in energia e fertilizzanti del rifiuto industriale, alla bonifica delle acque reflue, ecc.), che hanno portato lo scrivente ad individuare un tasso di royalty giudicato congruo ai fini della presente perizia.

⁴ <https://www.royaltysource.com/>

La scelta di rivolgersi ad un operatore internazionale specializzato è funzionale alla necessità di circoscrivere, per quanto possibile, la discrezionalità della scelta del tasso di royalties da applicare, così da evitare di fare un generico riferimento ad una prassi aziendale.

Di seguito una sintesi dei tassi di royalties selezionati tra quelli forniti dalla Royalty Source (in sostanza si sono presi solo quelli relativi al mondo occidentale):

Royalty Rate, % (high range)	Royalty Rate, % (low range)	Royalty Base
5	1	Revenue
5	5	net sales
5	5	sales
2,5	2,5	gross sales
8	8	gross sales
5	5	sales
10	10	gross revenue
5	5	gross revenue
6	6	gross revenue
9	9	gross revenue
5	1	sales
2	2	gross revenue
1	1	sales
5	5	net sales
5	5	gross revenue
5	5	gross revenue
5	5	gross sales
5	5	gross sales
5	5	gross sales
5	5	gross sales

Analizzando i tassi, si è ritenuto opportuno anzitutto non considerare i tassi relativi alla c.d. “*high range*” e di focalizzarsi prudenzialmente solo su quelli inclusi nel “*low range*”. Ancora, si è deciso di non considerare i tassi di royalties superiori al 5%, tenuto conto anche del fatto che il “*Green Book 2023*” redatto da Fondazione Utilitatis⁵ identifica un ebit medio per il settore dei rifiuti pari al 5%. Pare, dunque, ragionevole, individuare quale valore di riferimento il valore medio fra i tassi di royalties compresi tra l’1% ed il 5% presenti nel “*low range*”, ottenendo così un **royalty rate del 3,91%**.

Diventa, a questo punto, essenziale individuare il tasso di attualizzazione da utilizzare nella valutazione corrente. Il tasso è, infatti, uno degli elementi fondanti dell’impianto valutativo e dalla sua corretta determinazione dipende ampiamente la qualità dell’output finale e la misura del valore dell’azienda. Tra i precetti chiave per determinare il tasso si ricorda in particolare la coerenza fra tasso e flussi in termini di natura del flusso, nell’ipotesi in cui la valutazione si basi su flussi disponibili per la proprietà aziendale allora si ricorre ad un tasso che esprime unicamente il costo dei

⁵ GREEN BOOK 2023 – Fondazione Utilitatis

mezzi propri, c.d. valutazioni equity side; mentre se la valutazione ha ad oggetto flussi monetari operativi unlevered, c.d. valutazione asset side, si utilizza il tasso nella configurazione del costo medio ponderato del capitale (Wacc), quale sommatoria di due fattori: il costo del capitale proprio ed il costo del capitale di terzi.

Quando si applica il metodo finanziario, i flussi di cassa attesi generati dall'impresa sono scontati al loro valore attuale utilizzando un tasso di rendimento che rifletta il rischio relativo dell'investimento, così come il valore finanziario del tempo. Questo rendimento è un tasso complessivo basato sui tassi di rendimento del capitale proprio e del debito finanziario.

Questo rendimento, noto come *Costo Medio Ponderato del Capitale (Wacc)*, è calcolato ponderando i rendimenti richiesti del debito e del capitale proprio sulla base di una struttura obiettivo del capitale.

La formula generale per il calcolo del Wacc è:

$$\mathbf{Wacc = Kd (1-t) * (D/D+E) + Ke * (E/D+E)}$$

dove

Wacc = costo medio ponderato del capitale investito;

Kd (1-t) = costo del capitale di debito dopo le imposte;

D/D+E = valore di mercato del capitale di debito in percentuale rispetto al capitale investito totale (somma di debito e patrimonio netto);

Ke = costo del capitale di rischio;

E/D+E = valore di mercato del capitale di rischio in percentuale rispetto al capitale investito totale.

Secondo la prassi professionale, nella determinazione del tasso si deve tener conto di due fattori:

- I. la remunerazione per il differimento temporale, il c.d. price of time, vale a dire la ricompensa per la rinuncia al consumo nell'immediato di una disponibilità liquida della quale l'investitore si priva per acquisire un'attività;
- II. la remunerazione per il rischio legata alla probabilità di manifestazione o meno del flusso che discende dalla detenzione di una certa attività, cioè il frutto

dell'investimento.

Vari sono i modelli e le teorie elaborate dalla comunità finanziaria per attribuire oggettività alla selezione del premio, ma il modello più accreditato che si rinviene nella prassi aziendalistica per la misurazione del costo del capitale netto è il *Capital Asset Pricing Model (CAPM)*.

Infatti, i PIV al punto III.1.44 precisano che *“Ai fini della determinazione del costo dei mezzi propri, è normalmente utilizzato il Capital Asset Pricing Model (CAPM), il quale è basato su ipotesi la cui plausibilità nel caso oggetto di esame deve essere vagliata dall'esperto. L'utilizzo di eventuali correttivi al CAPM, oppure di altri modelli, deve essere segnalato”*.

Nonostante i limiti del CAPM, l'OIV invita comunque a non allontanarsi da questo modello perché tale scelta potrebbe ridurre il grado di oggettività e di dimostrabilità della stima.

Il CAPM, come noto, è funzione di tre fattori legati dalla formula sotto riportata:

- risk free rate (Rf);
- risk premium (Rm - Rf);
- beta (β) coefficiente di rischiosità sistemica non diversificabile

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

Il modello CAPM consente di trovare il rendimento di un investimento (un'attività) mediante la somma fra il free risk ed un premio di rischio che esprima il rischio non diversificabile. Come si può osservare dalla formula, il premio dipende dalla rischiosità sistemica dell'azienda oggetto di valutazione la cui misurazione viene affidata al coefficiente beta. Dunque, la formula del CAPM può essere scomposta come segue:

R =	<table border="1"><tr><td>Rf</td></tr></table>	Rf	+	<table border="1"><tr><td>$\beta \times (R_m - R_f)$</td></tr></table>	$\beta \times (R_m - R_f)$
Rf					
$\beta \times (R_m - R_f)$					
	fattore tempo		rischio sistemico		

In ogni caso secondo i PIV punto (III.1.45): *“In sede di applicazione del CAPM, l’esperto deve prestare grande attenzione alle tre principali variabili fondamentali: il tasso esente da rischio (il così detto risk free rate), il premio per il rischio di mercato, il coefficiente β appropriato (come indicatore del rischio sistematico) all’azienda o al ramo d’azienda da valutare. L’individuazione di queste grandezze deve essere coerente con il contesto, con il mercato, e con le particolari caratteristiche dell’entità oggetto di stima”*. Il risk free rate, vale a dire la prima componente del CAPM, ovvero quel tasso a cui si aggiunge un premio per il rischio per determinare il rendimento atteso di un investimento rischioso, costituisce il rendimento riconosciuto in un mercato in equilibrio per prestiti considerati non incerti. Questa componente del modello viene associata al rendimento dei titoli di Stato. Quindi l’assunzione del rendimento di un titolo di stato può rappresentare una buona approssimazione del risk free rate, ovviamente se ci stiamo riferendo ad aziende operanti in Paesi in cui lo Stato Sovrano è ragionevolmente solido.

La seconda componente del CAPM, come si è detto, è il premio per il rischio che rappresenta il rendimento richiesto in media dagli investitori per spostarsi dall’investimento privo di rischio (titolo di stato) ad un investimento genericamente definibile quale rischioso (titolo azionario).

Il premio per il rischio rappresenta quindi la differenza tra il rendimento del mercato ed il rendimento di un investimento in titoli privi di rischio (risk free rate). Secondo i PIV *“il premio per il rischio dovrebbe essere una grandezza che l’esperto estrae direttamente tramite un approfondimento in merito agli andamenti di mercato”*. In concreto, nella prassi professionale, si registra la consuetudine di determinare il premio basandosi sull’extrapolazione di dati storici resi disponibili da banche dati come quella della Ibbotson Associates che raccoglie anche informazioni sui rendimenti di azioni e di titoli di stato a breve e a lungo dal 1926 ad oggi⁶.

L’ultimo elemento da considerare nel modello CAPM è il fattore beta (β) che rappresenta la misura del rischio sistematico da associare al flusso da valutare in relazione alla volatilità del suo rendimento rispetto a quello del mercato⁷. Il coefficiente beta misura la rischiosità specifica della singola azienda o, in subordine, del settore operativo, vale a dire il rischio che l’investitore sopporta investendo in una determinata società anziché nel mercato nel suo complesso.

⁶ Una fonte gratuita e molto aggiornata, inoltre, si ritrova nelle pagine web gestite da Aswath Damodaran, professore di Finanza presso la Stern School of Business della New York University ed autore di moltissime pubblicazioni in tema di valutazione aziendale (<http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>). Una sezione del suo “Damodaran on line” è appunto dedicata ad informazioni quantitative di mercato.

⁷ Guida alla Valutazione, Borsa Italiana.

Il beta è funzione essenzialmente di tre variabili: tipo di attività dell'impresa, intensità della leva operativa, intensità della leva finanziaria⁸. Quanto al settore, un business sensibile alle condizioni di mercato presenta ovviamente un beta maggiore.

Tecnicamente, la stima del coefficiente beta si basa sulla regressione dei rendimenti del titolo oggetto di stima rispetto ai rendimenti del portafoglio di mercato; la difficoltà di determinare il beta è particolarmente evidente per le società non quotate, dove non esiste un coefficiente espresso dal mercato, questo soprattutto in mercati poco sviluppati come quello italiano. Esempificando, ad un'azienda di minori dimensioni, che non presenta particolari vantaggi competitivi, corrisponde di regola un coefficiente beta più elevato.

Il beta può assumere un valore compreso tra 0 e 2, il beta medio di tutti gli investimenti, ponderato per la capitalizzazione di mercato, nel CAPM è pari a 1.

Dunque, il beta che stimiamo per un'attività dovrebbe misurare il rischio aggiunto da quell'attività ad un portafoglio diversificato. Un'azienda con beta inferiore ad 1 si può considerare esposta in modo modesto al rischio di mercato, diversamente da quella che presenta un coefficiente superiore ad 1.

Alcuni analisti, una volta ottenuto il rendimento atteso, rettificano il risultato per tenere conto dei limiti del modello. Alcuni studi sul CAPM hanno messo in evidenza che esso tende a sottostimare il rendimento atteso per le imprese di minori dimensioni. Di conseguenza, è pratica abbastanza comune aggiungere il cosiddetto small firm premium, così da ottenere il costo del capitale netto per le imprese più piccole. Tale premio è solitamente stimato sulla base dei dati storici ed è rappresentato dalla differenza del rendimento medio annuo dei titoli a minore capitalizzazione e il resto del mercato nella misura circa dal 3% al 3,5%⁹.

È da subito evidente, alla luce di quanto ora esposto, che la scelta del tasso sia molto discrezionale, nascendo da un mix di componenti tutte parametriche. Pur non potendo astrarsi del tutto da criteri di discrezionalità tecnica che determinano la scelta di un coefficiente di rischio specifico per la singola impresa, si ritiene che sia preferibile, per la neutralità del dato, fare riferimento a quanto contenuto nella deliberazione del 23 gennaio 2024 n.7/2024/R/RIF "OTTEMPERANZA ALLE SENTENZE DEL CONSIGLIO DI STATO, SEZIONE SECONDA, NN. 10548, 10550, 10734, 10775 DEL 2023, IN MATERIA DI REGOLAZIONE TARIFFARIA DEGLI IMPIANTI DI TRATTAMENTO DI

⁸ La stima dei parametri di rischio Aswath Damodaran.

⁹ Cfr. A. Damodaran, Valutazione delle aziende, Maggioli editore, 2014

RIFIUTI, DI CUI ALLA DELIBERAZIONE DELL'AUTORITÀ 363/2021/R/RIF, E ULTERIORI DISPOSIZIONI ATTUATIVE. L'AUTORITÀ DI REGOLAZIONE PER ENERGIA RETI E AMBIENTE". Nel documento indicato ARERA delibera all'articolo 2 su "Aggiornamento del tasso di remunerazione ai fini delle predisposizioni tariffarie per il biennio 2024-2025" ed individua, fra gli altri, **il valore del tasso di remunerazione del capitale investito netto WACC_a del servizio integrato di gestione dei rifiuti urbani pari al 6,3%:**

	Servizio integrato di gestione dei rifiuti urbani
$WACC_a$	6,3%
$WACC_{RID,a}$	5,0%
Kd_a^{real}	1,64%

La scelta di un tasso "pubblico", fermo che anch'esso non è privo di difetti, ci pare comunque rappresentare un elemento di trasparenza necessario giacché è facilmente disponibile a chiunque, ed è, nel caso di specie, quello definito da ARERA e quindi il punto di riferimento nel settore.

Occorre, a questo punto, fare una precisazione prima di procedere al calcolo del valore dell'avviamento. La presente valutazione viene effettuata alla data del 30 giugno 2024; pertanto, il fatturato considerato dovrà essere ricondotto al valore attuale al 30 giugno 2024, il che significa che le attualizzazioni non devono essere effettuate con riferimento all'anno, ma al semestre.

Per procedere in tal senso occorre trasformare il tasso di attualizzazione annuale in un tasso di attualizzazione semestrale utilizzando la formula di conversione in regime composto di seguito riportata:

$$i_k = (1 + i)^{1/k} - 1$$

Il tasso di attualizzazione semestrale (Wacc semestrale) utilizzato ai fini della presente perizia è pari a 3,102%:

WACC CICLO INTEGRATO RIFIUTI URBANI - TASSO TARIFFARIO ARERA	6,30%	007-2024-R-rif WACC ARERA			
	WACC	6,30%			
		tasso annuale			
ATTUALIZZAZIONE AL 30/06/2024	2024	2025	2026	2027	2028
Wacc semestrale	3,102%				
coefficiente di attualizzazione	1,0310	1,0960	1,1650	1,2384	1,3164
SEMESTRI	1	3	5	7	9

Sulla base delle grandezze individuate nella sezione corrente, **il valore dell'intangibile asset del ramo d'azienda "Rifiuti ed igiene ambientale" è pari ad euro 638.481,45**, come da tabella seguente:

CIS		ATTUALIZZAZIONE AL 30/06/2024					
		31/12/2023	2024	2025	2026	2027	2028
Ricavi delle vendite e prestazioni		3.794.300,00	3.794.300,00	3.794.300,00	3.794.300,00	3.794.300,00	3.794.300,00
Royalty rate medio	3,91%						
Fatturati attesi * Royalty rate			148.214,84	148.214,84	148.214,84	148.214,84	148.214,84
Wacc semestrale	3,102%						
semestri			1	3	5	7	9
Coefficiente di attualizzazione			1,0310	1,0960	1,1650	1,2384	1,3164
Attualizzazione "Fatturati attesi * Royalty rate"			143.755,70	135.235,84	127.220,92	119.681,02	112.587,98
Valore Metodo delle Royalties	638.481,45						

Tale valore, estremamente prudente per quanto riguarda la base di fatturato di partenza, si considera espressione dell'avviamento del ramo d'azienda "Rifiuti ed igiene ambientale" di CIS Srl e si assume ai fini della presente perizia di stima.

Prima di procedere, si ritiene necessario fare la precisazione a cui si è prima fatto cenno. A proposito dell'effetto paratasse, i PIV (III.5.11) asseriscono che: "Quando un bene immateriale è fiscalmente ammortizzabile una componente del valore di mercato del bene è rappresentato dal beneficio fiscale dell'ammortamento (Tax Amortization Benefit = TAB):

$$TAB \text{ factor} = \frac{1}{1 - \sum_{t=1}^n \frac{t \times Pt}{(1+i)^t}}$$

laddove:

n= vita utile residua (fiscale)

i= costo del capitale

t= aliquota deducibilità fiscale dell'ammortamento

pt= percentuale del costo di acquisto del bene deducibile nell'anno "t"

Quando appropriato il TAB può essere sommato al valore identificato sulla base della metodica del reddito. Il TAB può essere sommato al valore identificato sulla base della metodica del costo, quando i costi sono considerati al netto di imposta. Il TAB non deve invece essere sommato al valore identificato sulla base della metodica di mercato, in quanto i prezzi di mercato già includono il TAB".

Nel rispetto dei PIV, dunque, il valore dell'avviamento sopra determinato non tiene conto del TAB. Infatti, il metodo applicato per la determinazione del valore dell'intangibile è un metodo di mercato e, pertanto, come da indicazione dei PIV, si è ritenuto di non applicare il TAB.

Ovviamente questo non esclude che, come faremo, l'emersione di un valore non già espresso in contabilità non determini l'evidenziazione di una plusvalenza che, come tale, deve trovare misurazione dell'impatto fiscale a carico del conferente.

8. IL PATRIMONIO NETTO RETTIFICATO

Avendo già ampiamente descritto il metodo patrimoniale nelle precedenti sezioni, si procede direttamente alla determinazione del patrimonio netto rettificato.

Per quanto riguarda la fattispecie in esame, il patrimonio netto contabile del ramo d'azienda "Rifiuti ed igiene ambientale" alla data del 30.06.2024 è negativo e pari ad euro -37.350,46, ovvero alla differenza fra l'attivo di euro 55.799,29 e il passivo di euro 93.149,75.

Sintesi dei dati patrimoniali ed accertamento delle eventuali differenze fra valore corrente e valore contabile:

ATTIVO

Al 30.06.2024 l'attivo patrimoniale del ramo d'azienda "Rifiuti ed igiene ambientale" risulta composto da attivo immobilizzato per complessivi euro 55.799,29. Tale valore contabile rappresenta tutti i cespiti del ramo d'azienda che verranno conferiti in AnconAmbiente.

In particolare, CIS conferirà al gestore unico solo i beni materiali utilizzati per espletare

il servizio di igiene ambientale e, al di fuori di questi, non verranno cedute ulteriori immobilizzazioni iscritte nel bilancio complessivo della società.

Non conferirà, inoltre, alcun immobile; tuttavia è disponibile ad offrire l'utilizzo, presso la sede aziendale di CIS, di spazi e locali di proprietà idonei allo svolgimento delle funzioni tecniche-amministrative di AnconAmbiente.

Per quanto riguarda le immobilizzazioni immateriali del ramo d'azienda "*Rifiuti ed igiene ambientale*" al 30.06.2024 non risulta iscritta alcuna voce. Infatti, per il solo ramo in esame non esistono immobilizzazioni immateriali né al 31.12.2023, né al 30.06.2024. Di conseguenza, non risulta iscritto nel bilancio infrannuale del ramo d'azienda alcun avviamento; tuttavia, dall'applicazione del criterio delle royalties è emerso un avviamento, ma si tornerà in seguito sull'argomento.

Le immobilizzazioni materiali, escluse le immobilizzazioni in corso e acconti sulle quali si tornerà in seguito, risultano complessivamente pari ad euro 10.799,29 al netto dei fondi ammortamento. Di seguito una tavola rappresentativa di tali cespiti:

Situazione patrimoniale al 30/06/2024 (Igiene ambientale)				
ATTIVITA'				
Immobilizzazioni materiali				
Descrizione cespite	ANNO CESPITE	COSTO STORICO	FONDO AMM.TO A al 30/06/24	RESIDUO AL 30/06/24
spazzatrice Schmidt 6 mc	2014	1.350,00	1.350,00	-
lavori per formazione pozzetti presso il depuratore di Moie	2009	2.847,00	1.281,16	1.565,84
1 monitor V-LINE 203VLSB26 19,S LED HD4 203VLSB26/10 Philips	2013	75,00	75,00	-
termoconvettore con timer	2018	40,98	29,52	11,46
1 frigo SMEG per magazzino	2019	180,24	180,24	-
Piaggio Porter	2019	13.100,00	13.100,00	-
Piaggio Porter	2019	13.100,00	13.080,00	20,00
1 soffiatore STIHL modello BR 350 CC 63,3	2020	430,00	430,00	-
Piaggio Porter	2021	21.527,12	12.916,27	8.610,85
Piaggio Porter	2000	-	-	-
Fiat Punto autocarro	2005	2.400,00	2.400,00	-
spazzatrice Bucher 6 mc	2010	149.800,00	149.800,00	-
n. 1 manich.+1 lancia+1 chiave+1 pinza	2000	-	-	-
N. 1 serie chiavi combinate+1 serie giravite+1 ingrassatore+1 listina+1 tubo ingrassatore+1 pinza+1 soffiatore	2000	-	-	-
n. 2 chiave cilindro+n. 11 chiave cilindro+1 chiave cilindro	2000	-	-	-
1 scaffalatura	2000	38,49	38,49	-
spogliatoi 3P	2000	32,67	32,67	-
1 stampante HP Deskjet 840 s/n HUO4K1SONG	2000	-	-	-
n. 1 carrello portatubo agef	2001	-	-	-
n. 1 cazzuola+1 mazzetta+1 chiave+1 secchio	2001	-	-	-
n. 1 mazzetta 1200 gr. + 1 pinza+1 forbice+1 morsa	2001	-	-	-
1 pistola nafta+1 pistola gonfiagomme+1 aspirapolvere+1 rubinetto+1 pistola aria+1 scala quadra+1 compressore	2001	-	-	-
1 tubo retinato+1 idrante+1 chiave idrante	2001	-	-	-
1 ZAPPA GR. 1000	2001	-	-	-
2 cazzuole+2 palette+2 cazuole	2001	-	-	-
2 ZAPPINI+1 TENAGLIA+1 MAZZETTA+1 FORCA	2001	-	-	-
3 portagamma ottone 3/4 + 1 ingrassatore + 1 tronchesina	2001	-	-	-
2 spogliatoi 2P	2001	29,28	29,28	-
1 orologio di controllo a scheda+1 casellario porta schede	2001	-	-	-
1 scaffalatura	2001	36,99	36,99	-
1 serbatoio erogatore	2001	1.372,05	1.372,05	-
1 chiave a T 276 CE 17, 1 cass	2002	-	-	-
1 giravite	2002	-	-	-
6 CASSETTE MEDICHE	2002	-	-	-
Attrezzature varie	2002	-	-	-
mensole robuste da cm. 50	2002	1,55	1,55	-
1 archetto di ferro completo di lama	2003	-	-	-
1 cazzuola muratore+1 cacciavite+1 serie di chiavi	2003	-	-	-
1 coppia di chiavi zeca+1 scalpello	2003	-	-	-
1 VANGA FERRO	2003	-	-	-
1 zappa+1 manico legno	2003	-	-	-
3 testine professionali batti e vai	2003	-	-	-
Attrezzature varie	2004	21,25	21,25	-
1 pompa+2 pale neve	2005	18,26	18,26	-
1 estintore completo di supporto	2005	6,83	6,83	-
1 stufa alogena+1 forbice+3 chiavi+3 cazzuole+2 cacciaviti+2 contenitori+3 pale+1 lancia+3 chiavi	2006	116,34	116,34	-
1 sgabello gradini 2 alluminio	2006	9,38	9,38	-
1 open guest acciaio inox	2006	69,27	69,27	-
1 telefono cellulare Nokia 1110I Italia	2007	36,59	36,59	-
2 spogliatoi 3P 330x990x1800+2 panche acc. 2000x380 per spogliatoio magazzino ig. Amb.le	2008	408,60	408,60	-
1 specchio con mensola gedy 45x60 2901 bianco + 1 timer giornaliero+1 stufa alogena per magazzino	2008	41,17	41,17	-
1 mouse ottico cordless Kraun	2008	16,67	16,67	-
1 trapano Yamato+1 adattatore elettr. S17 VIM00303	2009	30,60	30,60	-
1 telefono cellulare Nokia 2220 Slide Graphite	2010	54,09	54,09	-
1 soffiatore BGA 57/1	2022	462,30	231,16	231,14
1 soffiatore STHIL BR 350	2022	480,00	300,00	180,00
1 soffiatore STHIL BR 360	2022	480,00	300,00	180,00
1 FIAT FIORINO targato FB784ED	2015	11.180,00	11.180,00	-
		219.792,72	208.993,43	10.799,29

Il valore contabile netto dei beni sopra riportati, escluse le immobilizzazioni in corso e

acconti, è, dunque, complessivamente pari ad euro 10.799,29. Si precisa che i cespiti descritti sono costituiti da tutti quei beni, oggetto di conferimento, che rilasciano la loro utilità nell'area di attività "Rifiuti ed igiene ambientale".

Per una valutazione del valore fair delle immobilizzazioni, stante l'obiettivo della valutazione, si è ritenuto opportuno ricorrere ad una valorizzazione che facesse riferimento al Valore Residuo dei cespiti (VRa) stabilito del Metodo Tariffario Rifiuti attualmente vigente (MTR-2 periodo 2022-2025), pur adeguandolo alle necessità del contesto peritale.

Si è richiesta perciò una valorizzazione dei cespiti complessivamente intesi, ovvero materiali ed immateriali, seguendo ove possibile, visto lo scopo, la metodologia di calcolo del Valore Residuo dei cespiti come definito dall'art. 20.2 Allegato A alla deliberazione 3 agosto 2021, 363/2021/R/RIF, integrato e modificato dalla deliberazione 3 agosto 2023, 389/2023/R/RIF, recante "Aggiornamento biennale (2024-2025) del Metodo Tariffario Rifiuti (MTR-2)".

Nello specifico, abbiamo valorizzato tutti i cespiti riconosciuti in tariffa (non solo quelli la cui proprietà è trasferita dal gestore uscente al gestore entrante) alla data di riferimento del 30.06.2024 (ponendo $a=2024$), applicando la seguente formula:

$$VR_a = \sum_c \sum_t [(CI_{c,t} - FA_{CI,c,t}^a) * dfl_t^a] + LIC_a$$

dove:

- $CI_{c,t}$ è il valore di prima iscrizione nei libri contabili dell'anno t , delle immobilizzazioni della categoria di cespiti c , al lordo dei contributi a fondo perduto, (contrariamente da quanto previsto dal metodo);
- $FA_{2024CI,c,t}$ è il valore del fondo di ammortamento alla data di subentro, riferito alle immobilizzazioni appartenenti a ciascuna categoria c e iscritte a patrimonio nell'anno t ;
- dfl_{2024} è il vettore che esprime il deflatore degli investimenti fissi lordi, con base 1 nell'anno 2024, di cui al comma 13.9 del MTR-2;
- LIC_{2024} è il saldo delle immobilizzazioni in corso all'anno 2024, come risultante da fonti contabili obbligatorie.

In particolare, vista la diversa finalità e lo scopo che assume il valore di subentro, rispetto alla logica tariffaria prevista dall'art. 20 del MTR-2 (valore di subentro tra gestore uscente e gestore subentrante) si è provveduto a considerare il valore delle immobilizzazioni al lordo dei contributi a fondo perduto. Come indicato anche in precedenza e diversamente da quanto disposto dall'art. 20.2, non dovendo determinare una tariffa e/o il valore di subentro tra gestore uscente e gestore entrante, bensì individuare un valore corrente degli investimenti delle società coinvolte nell'operazione, non si è seguita la lettera dell'art. 20.2, ove si prevede la decurtazione dai costi storici dei cespiti dei contributi in conto impianto. Infatti, il VR2024 dei cespiti è stato calcolato senza decurtare dalle immobilizzazioni il valore dei contributi in c/impianti, valorizzando, con l'applicazione del metodo indiretto, la quota di competenza dell'esercizio in conto economico tra gli altri ricavi e proventi, e tenendo quindi conto della quota rinviata agli esercizi futuri in stato patrimoniale fra i risconti passivi.

Questo valore, fermo quanto sopra precisato, rappresenta quanto i cespiti restituiranno in termini di ricavi tariffari, ed è quindi molto adatto ad una loro valorizzazione in ipotesi di funzionamento, qual è quella in corso.

Ancora, il valore è stimato al 30 giugno 2024, così da renderlo coerente con gli altri valori di perizia (mentre, quello rilevante ai fini tariffari prende a riferimento, come noto, il valore al 31 dicembre 2022).

Ai fini della presente perizia di stima, si assume il valore dei cespiti "MTR" esclusivamente dell'area di attività "Rifiuti ed igiene ambientale", determinato come sopra descritto e relativo sia alle immobilizzazioni materiali, che alle immobilizzazioni immateriali, pari ad euro 11.390,98 e si assume anche, separatamente, il valore della stima autonoma dell'avviamento emerso con il metodo delle royalties pari ad euro 638.481,45.

Come anticipato, però, emergono altri valori netti contabili rispetto alle immobilizzazioni materiali al 30.06.2024, relativi al ramo d'azienda.

Si tratta delle immobilizzazioni in corso e acconti per euro 45.000 relative all'acquisto di una macchina spazzatrice mediante riscatto da noleggio in scadenza a novembre 2024. La spazzatrice, iscritta a bilancio 2024, benché acquistata successivamente alla data di perizia, si è ritenuto di farla rientrare nel perimetro del ramo d'azienda analizzato e di commisurarla al proprio valore di acquisto.

Pertanto, si ritiene che il valore di acquisto sostenuto dalla società per la spazzatrice,

che ammonta ad euro 45.000, sia da considerare quale valore netto contabile del bene, che qui classifichiamo quale “immobilizzazione in corso e accenti”, che ai fini della presente relazione di stima viene assunto al suo valore netto contabile.

A questo punto si dovrebbero andare a valutare a valori correnti tutte le altre voci dell’attivo. Tuttavia nel caso di specie si evidenzia non solo che per il ramo d’azienda non esistono né al 31.12.2023, né al 30.06.2024 immobilizzazioni finanziarie, ma anche che non vi sono altri valori contabili, quali crediti e liquidità, iscritti nell’attivo di bilancio al 30.06.2024 del ramo d’azienda. La società, infatti, non conferirà ad AnconAmbiente nessun’altra posta dell’attivo di stato patrimoniale, ad eccezione dei cespiti sopra indicati.

PASSIVO

Al 30.06.2024 il passivo di stato patrimoniale del ramo d’azienda “Rifiuti ed igiene ambientale” risulta composto dal fondo TFR per complessivi euro 93.149,75. Di seguito l’elenco dei dipendenti, con specifica della categoria, della retribuzione e del relativo fondo TFR, che verranno conferiti con il ramo d’azienda:

VALORE DEL TFR									
		Data aggiornamento		30.06.2024					
ID	Età [anni]	Data assunzione [gg/mm/aaaa]	Società	Sede di lavoro [comune]	Livello CCNL	Qualifica Operaio/Impiegato	Ruolo/mansione operatore/autista/ecc.	RESIDUO TFR AL 31/12/2023 [euro]	PRO QUOTA TFR AL 30/06/2024 [euro]
1	62	05/09/2000	CIS SRL	MAIOLATI SPONTINI	4A	OPERAIO/A	AUTISTA	21.158,56	1.136,62
2	51	03/04/2006	CIS SRL	MAIOLATI SPONTINI	4A	OPERAIO/A	AUTISTA	21.602,05	1.056,93
3	50	22/10/2007	CIS SRL	MAIOLATI SPONTINI	2A	OPERAIO/A	OPERATORE	5.483,83	962,97
4	55	17/03/2008	CIS SRL	MAIOLATI SPONTINI	2A	OPERAIO/A	OPERATORE	19.365,18	947,61
5	53	03/11/2010	CIS SRL	MAIOLATI SPONTINI	2B	OPERAIO/A	OPERATORE	3.342,51	918,10
6	54	02/04/2002	CIS SRL	MAIOLATI SPONTINI	8	IMPIEGATO/A	RESPONSABILE AREA IA	15.589,24	1.586,15
							TOTALE	86.541,37	6.608,38
									TFR al 30/06/2024
									93.149,75

Il fondo TFR rappresenta l’effettivo debito del ramo d’azienda al 30.06.2024 verso i dipendenti al netto degli anticipi corrisposti. Il valore contabile esposto rappresenta la quota parte del fondo di indennità e licenziamento relativo ai dipendenti che si

occupano dell'attività che verrà conferita al nuovo gestore. Attualmente, CIS prevede di conferire con il ramo d'azienda complessivamente 6 dipendenti, ovvero n.1 impiegato e n.5 operai. Al momento del conferimento CIS non trasferirà eventuali debiti residui verso il personale indicato, in quanto provvederà alla liquidazione di ferie e permessi maturati e non usufruiti, nonché alla liquidazione delle quote di tredicesima e quattordicesima mensilità maturate e non percepite.

Pertanto, ai fini della presente relazione di stima viene assunto il valore di TFR indicato in bilancio al 30.06.2024 per il ramo "Rifiuti ed igiene ambientale" pari ad euro 93.149,75.

A questo punto si dovrebbero andare a valutare a valori correnti le altre voci del passivo, fra cui i fondi rischi e i debiti. Tuttavia nel caso di specie non vi sono ulteriori poste contabile iscritte nel passivo di stato patrimoniale al 30.06.2024 del ramo d'azienda, poiché la società non conferirà ad AnconAmbiente alcun debito, né ulteriori fondi, ad eccezione del fondo TFR.

Per completezza, si espongono le seguenti informazioni sulle poste contabili dell'attivo e del passivo di stato patrimoniale che lo scrivente ha ricevuto dalla società:

- attualmente CIS non ha in essere contenziosi con il fisco, con i dipendenti, con i clienti e/o con i fornitori;
- CIS non intende conferire né debiti, né crediti pregressi del ramo aziendale;
- in considerazione del subentro del gestore unico nella gestione del servizio nel corso del 2025, dovrà essere oggetto di regolazione tra le parti il riconoscimento a CIS dell'importo di sua competenza relativo al 2024, di cui è stato disposto il posticipo di fatturazione al 2025. Infatti, dalla nota di ATA Rifiuti del 24.04.2024 per l'annualità 2024, dal PEF i costi riconosciuti per CIS ammontavano ad euro 1.513.103 (oltre iva); ma a seguito dell'applicazione del limite di crescita annuale la società è stata autorizzata a fatturare nel 2024 solo euro 1.374.996 (oltre iva), con rinvio della fatturazione di euro 138.107 (oltre iva) al 2025.

Sulla base dei dati descritti ed analizzati, lo scrivente procede a determinare il patrimonio netto rettificato (K')

STATO PATRIMONIALE	BILANCIO 31/12/2023	VALORI CONTABILI 30/06/2024 RAMO D'AZIENDA	VALORI DI PERIZIA	RETTIFICHE
Crediti verso soci per versamenti ancora dovuti	-			
Tot. Immobilizzazioni Immateriali	30.210,00	-		
1) costi di impianto e di ampliamento	-			
2) costi di sviluppo	7.400,00			
3) diritti di brevetto industriale e diritti di utilizzazione delle opere dell'ingegno	954,00			
4) concessioni, licenze, marchi e diritti simili	10.300,00			
5) avviamento	-	-	638.481,45	638.481,45
6) immobilizzazioni in corso e acconti	-			
7) altre	11.556,00			
Tot. Immobilizzazioni Materiali	29.422.494,00	45.000,00		
1) terreni e fabbricati	5.040.940,00			
2) impianti e macchinari	23.960.127,00			
3) attrezzature industriali e commerciali	421.327,00			
4) altri beni	-			
5) immobilizzazioni in corso e acconti	100,00	45.000,00	45.000,00	-
Valore totale CESPITI RIFIUTI	15.986,54	10.799,29	11.390,98	591,69
Tot. Immobilizzazioni Finanziarie	3.807.443,00	-	-	
1) partecipazioni in imprese controllate, collegate, controllanti, sottoposte al controllo delle controllanti, altre	3.807.443,00			
2) crediti verso imprese controllate, collegate, controllanti, sottoposte al controllo delle controllanti, altre	-			
3) altri titoli	-			
4) strumenti finanziari derivati attivi	-			
TOTALE IMMOBILIZZAZIONI	33.260.147,00	55.799,29	694.872,43	
Rimanenze	1.085,00			
Crediti verso clienti	1.750.490,00			
Crediti verso imprese controllate	327,00			
Crediti verso imprese collegate	-			
Crediti verso controllanti	-			
Crediti verso imprese sottoposte al controllo delle controllanti	-			
Crediti tributari	28.853,00			
Imposte anticipate	187.116,00			
Crediti verso altri	464.132,00			
Altri titoli (attività finanziarie che non costituiscono immobilizzazioni)	-			
Liquidità	7.996.508,00			
Ratei e risconti attivi	6.787,00			
TOTALE ATTIVO CIRCOLANTE	10.435.298,00	-	-	
TOTALE ATTIVO	43.695.445,00	55.799,29	694.872,43	639.073,14
Fondi per rischi e oneri	5.394.141,00			
Fondo TFR	643.796,00	93.149,75	93.149,75	-
Obbligazioni	-			
Debiti verso soci per finanziamenti	-			
Debiti verso banche	1.536.100,00			
Debiti verso altri finanziatori	6.632,00			
Debiti verso fornitori e acconti	403.435,00			
Debiti rappresentati da titoli di credito	-			
Debiti verso imprese controllate	-			
Debiti verso imprese collegate	-			
Debiti verso controllanti	20.390,00			
Debiti verso imprese sottoposte al controllo delle controllanti	-			
Debiti tributari	20.735,00			
Debiti verso istituti di previdenza e di sicurezza sociale	42.202,00			
Debiti verso altri	296.490,00			
Ratei e risconti passivi	1.710.992,00			
TOTALE PASSIVO	10.074.913,00	93.149,75	93.149,75	-
PATRIMONIO NETTO	33.620.532,00	- 37.350,46	601.722,68	639.073,14
PN DOPO LE RETTIFICHE				601.722,68

A questo punto è necessario considerare la valutazione degli oneri fiscali latenti sul valore delle plusvalenze. La defiscalizzazione è generalmente operata applicando le aliquote fiscali dell'epoca di riferimento, partendo dall'assunto che le stime vadano fatte a valori al netto delle imposte e che il carico fiscale resti a casa del cedente.

In molti casi, però, nella prassi si opta per aliquote ridotte, in considerazione del fatto che il pagamento delle imposte è quanto meno temporalmente successivo al trasferimento della proprietà ed in certi casi può godere di agevolazioni contingenti, quali rivalutazioni monetarie, ecc.

Nel caso di specie, si ritiene di non poter ignorare il c.d. *effetto paratasse* e di dover applicare un'**aliquota fiscale del 24%**, pari all'aliquota ordinaria Ires, al valore delle plusvalenze o rettifiche in aumento realizzate:

DESCRIZIONE	PLUSVALENZE DA RETTIFICHE DI VALORE	
Aliquota fiscale		24,00%
Valorizzazione cespiti MTR (cespiti perimetro)	591,69	142,01
AVVIAMENTO (criterio delle royalties)	638.481,45	153.235,55
		-
		-
		-
		-
TOTALE PLUSVALENZE	639.073,14	
ONERI FISCALI POTENZIALI		153.377,55

Una volta determinati gli oneri fiscali potenziali sulle plusvalenze, si determina il patrimonio netto rettificato come indicato nella tavola seguente:

Metodo Patrimoniale Complesso	
Patrimonio netto (valore di bilancio)	- 37.350,46
Rettifiche in aumento	591,69
Rettifiche in diminuzione	-
Stima autonoma AVVIAMENTO	638.481,45
Oneri fiscali potenziali	153.377,55
Valore economico del capitale: Patrimonio netto rettificato	448.345,13

In conclusione, con l'applicazione del metodo patrimoniale complesso, corredato di stima autonoma dell'avviamento di euro 638.481,45, si giunge ad un patrimonio netto rettificato rappresentazione del valore economico del ramo d'azienda "Rifiuti ed igiene ambientale" di CIS Srl di euro 448.345,13.

9. CONCLUSIONI

Con riferimento al criterio metodologico illustrato in precedenza e alle ipotesi fatte, si è proceduto alla determinazione del valore corrente teorico del capitale economico (W) del ramo d'azienda "Rifiuti ed igiene ambientale" di CIS Srl.

Il valore corrente teorico è stato ottenuto applicando il metodo patrimoniale complesso con stima autonoma dell'avviamento tramite l'applicazione del criterio delle royalties.

Pertanto, sulla base della documentazione disponibile e delle considerazioni e scelte effettuate e descritte in dettaglio nei paragrafi precedenti, lo scrivente incaricato stima che il valore economico del ramo d'azienda "Rifiuti ed igiene ambientale" di CIS Srl sia da considerare pari ad euro 448.345,13.

Con quanto sopra esposto il sottoscritto ritiene di aver assolto l'incarico affidatogli in ottemperanza alle disposizioni di legge e ai principi della tecnica professionale, e si resta a disposizione per ogni chiarimento si renda necessario.

Firenze, 19.12.2024

Il perito valutatore

Prof. Stefano Pozzoli



**PERIZIA DI STIMA DEL
VALORE ECONOMICO DI
CONFERIMENTO DEL RAMO
DI AZIENDA DI JESISERVIZI
SRL IN ANCONAMBIENTE
S.P.A.
EX ART 2343 TER CODICE CIVILE**

INDICE

- 1. L'INCARICO PERITALE**
- 2. L'APPROCCIO RICHIESTO AL PERITO**
- 3. JESISERVIZI SRL E IL RAMO D'AZIENDA "RIFIUTI ED IGIENE AMBIENTALE"**
- 4. I METODI DI VALUTAZIONE: GENERALITÀ ED ASPETTI TEORICI**
- 5. METODI DI STIMA ADOTTATI PER LA DETERMINAZIONE DEL VALORE CORRENTE TEORICO DEL RAMO D'AZIENDA "RIFIUTI ED IGIENE AMBIENTALE"**
- 6. IL METODO PATRIMONIALE COMPLESSO E IL CRITERIO DELLE ROYALTIES**
- 7. IL CRITERIO DELLE ROYALTIES E LA STIMA AUTONOMA DELL'AVVIAMENTO**
- 8. IL PATRIMONIO NETTO RETTIFICATO**
- 9. CONCLUSIONI**

1. L'INCARICO PERITALE

La società AnconAmbiente S.p.A., con sede legale in Ancona, via del Commercio n.27, iscritta al Registro Imprese di Ancona al n. 01422820421, ha conferito al sottoscritto, Stefano Pozzoli, Professore Ordinario di Economia Aziendale il Dipartimento di Studi Aziendali ed Economici della Università di Napoli Parthenope, iscritto all' Ordine dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili di Firenze al n. 1359 ed al Registro dei Revisori Legali al n. 47294 con Decreto Ministeriale del 12.04.1995, G.U. n. 31-bis del 21.04.1995, l'incarico di effettuare una perizia di stima del valore del capitale economico di conferimento del ramo d'azienda della società Jesiservizi Srl in AnconAmbiente S.p.A. ai sensi dell'art. 2343 ter c.c., al fine di poter presentare una candidatura forte ed unitaria per l'affidamento in house dei rifiuti da parte dell'Ente di Bacino.

Per corroborare il valore di "scambio" delle quote di AnconAmbiente, che effettuerà un aumento di capitale riservato ai comuni, e tutelare quindi l'equo valore della partecipazione di ogni Comune, viene effettuata non solo la perizia dei rami di azienda, bensì anche quella di AnconAmbiente (AnconAmbiente S.p.A., JesiServizi Srl, CIS Srl e So.ge.nu.s. S.p.A), seguendo criteri omogenei di misurazione del valore, in modo da attribuire un corretto valore, anche in senso relativo, alle diverse entità.

Scopo della perizia è determinare il valore del capitale economico di conferimento del ramo d'azienda di Jesiservizi Srl con riferimento alla data del 30 giugno 2024.

Si espongono brevemente le azioni recentemente poste in essere per pervenire all'affidamento della gestione a livello di ambito per il servizio rifiuti ed igiene ambientale.

ATA Rifiuti Ancona ha comunicato l'adozione della deliberazione dell'Assemblea n. 14 del 29 giugno 2023 con cui:

- *"Nel richiamare la Delibera n. 28 del 27.12.2022 con cui l'Assemblea dell'ATA deliberava l'affidamento della gestione integrata dei rifiuti urbani alla costituenda società consortile partecipata da Viva Servizi S.p.A., Ecofon Conero S.p.A. e Jesiservizi Srl a condizione che detta società consortile fosse stata costituita entro il termine del 30.03.2023, effettuava una ricognizione sullo stato dei fatti e nel dare atto della mancata sussistenza delle condizioni all'affidamento apposte ex Delibera 28/2022, procedeva al ritiro di detta deliberazione;*
- *Confermava l'indirizzo dell'Assemblea di valutare in sede istruttoria, inter alia, la*

sussistenza dei presupposti normativamente previsti per l'affidamento in concessione con il modello dell'in house del servizio di gestione integrata dei rifiuti urbani dell'ATO 2;

- *Dava mandato al Direttore e alla struttura di riavviare il procedimento istruttorio - ivi comprese le eventuali necessarie interlocuzioni con i vari soggetti istituzionali di riferimento- per la valutazione delle domande pervenute prevedendo uno step di monitoraggio intermedio al 30.09.2023 per valutarne quanto meno la non manifesta infondatezza e/o il rispetto dei relativi cronoprogrammi indicati e un successivo step di monitoraggio al 30.12.2023 per valutare se confermare o meno il mandato dato alla struttura dell'ATA;*
- *Disponeva ulteriori prosecuzioni tecniche del servizio delle varie gestioni esistenti fino al termine del 31.12.2023 solo e inderogabilmente a condizione che entro il termine del 30.09.2023 il previsto monitoraggio sulle condizioni per procedere con la forma di affidamento in house avesse dato esito positivo o quanto meno non avesse rilevato una manifestata infondatezza”.*

Con nota prot. 3673 del 27.09.2023 la società AnconAmbiente S.p.A. avanzava all'ATA ATO2 Ancona Rifiuti la candidatura per l'affidamento in regime di “in house providing” dei servizi inerenti al ciclo integrato dei rifiuti in esito al processo di concentrazione delle gestioni svolti da JesiServizi Srl, da CIS Srl e da So.ge.nu.s S.p.A., mediante conferimento dei rispettivi complessi aziendali nel capitale sociale della medesima AnconAmbiente, con riserva di successiva produzione della documentazione inerente la pianificazione industriale e la programmazione economica-finanziaria relativa allo svolgimento del servizio oggetto di affidamento.

La presente perizia, redatta ai sensi e per gli effetti dell'articolo 2343 ter c.c. è, dunque, finalizzata a determinare il valore economico di conferimento del ramo di azienda di Jesiservizi Srl in AnconAmbiente S.p.A., in modo omogeneo rispetto ai valori di conferimento dei rami di azienda rifiuti di CIS Srl e So.ge.nu.s S.p.A., con riferimento alla data del 30 giugno 2024.

È altresì da precisare che, per svolgere il proprio lavoro, il sottoscritto ha fatto pieno affidamento sulle informazioni, sui documenti messi a disposizione e su quanto emerso dai colloqui intercorsi con il management delle società coinvolte e che i dati messi a disposizione ovviamente condizionano la scelta del metodo valutativo ed il risultato dello stesso.

Pertanto, non si assume, alcuna responsabilità in merito alla completezza, veridicità

ed accuratezza di quanto messo a sua disposizione, pur avendo svolto il proprio incarico adottando la massima professionalità richiesta per l'espletamento di incarichi di tale natura.

Si vuole sottolineare che la presente relazione rappresenta l'assolvimento di detto incarico da parte del sottoscritto in piena ed assoluta indipendenza rispetto a qualsivoglia soggetto terzo direttamente o indirettamente interessato alla valutazione di suddetta società; e che i risultati emersi da tale perizia sono stati ottenuti utilizzando la massima diligenza e professionalità da parte dello scrivente, seppur basati su dati ed informazioni non verificati dal sottoscritto e, pertanto, nel caso in cui le informazioni messe a disposizione dovessero risultare non attendibili o incomplete, i risultati emersi dalla perizia potrebbero esserne inficiati per cause comunque non riconducibili all'operato dello scrivente.

Si deve ancora ribadire che il valore di stima è, come si è detto, un elemento della complessiva operazione che si intende realizzare, ovvero la costituzione di un soggetto industriale unitario all'interno della Provincia di Ancona per la gestione del ciclo integrato dei rifiuti, così come è stata deliberata dalla Autorità Territoriale di Ambito Ancona con Deliberazione n. 16 del 27.09.2024.

Questo comporta che nel processo valutativo si terrà conto non solo dei dati della singola azienda, ma della comparazione tra i soggetti coinvolti nella operazione complessivamente intesa, e, quindi, della necessità di stimare, per così dire congiuntamente ed in modo uniforme, AnconAmbiente S.p.A. e i rami d'azienda di JesiServizi Srl, CIS Srl e So.ge.nu.s S.p.A., cercando non di indicare valori medi, la qual cosa pregiudicherebbe l'autonomia della stima, ma di individuare un criterio di valutazione razionalmente omogeneo che contemperi le caratteristiche delle diverse società.

2. L'APPROCCIO RICHIESTO AL PERITO

Oggetto dell'affidamento, si è detto, è la perizia di stima, ai sensi dell'art. 2343 ter c.c., relativa al conferimento di un ramo d'azienda di Jesiservizi Srl in AnconAmbiente S.p.A..

La valutazione dell'azienda è stata effettuata con riferimento alla data del 30 giugno 2024, sulla base dei dati, dei documenti, delle informazioni e delle metodologie esposte nella presente relazione e con le precisazioni e le avvertenze riepilogate di

seguito.

L'incarico non ha previsto lo svolgimento di verifiche contabili integrative o di revisione, né verifiche o accertamenti circa l'eventuale sussistenza di passività di tipo fiscale, contrattuale, previdenziale o di altro genere. Non si risponde pertanto della veridicità, completezza, accuratezza, attendibilità e rappresentatività di tali documenti, dati e informazioni, che sono stati messi a disposizione.

Tanto premesso, nell'espletamento dell'incarico affidato mi sono avvalso dei seguenti principali documenti ed informazioni, messi a disposizione dalla società:

- Bilancio di esercizio al 31.12.2021;
- Bilancio di esercizio al 31.12.2022;
- Bilancio di esercizio al 31.12.2023 e Relazione sulla gestione al bilancio chiuso al 31.12.2023;
- Visura camerale di Jesiservizi Srl;
- Statuto;
- Dichiarazione IVA 2022 (imposta 2021);
- Dichiarazione IVA 2023 (imposta 2022);
- Dichiarazione IVA 2024 (imposta 2023);
- Dichiarazione IRAP 2023 (imposta 2022);
- Dichiarazione Società di capitali 2023 (imposta 2022);
- Mastro "Fondo accantonamento per rischi";
- Mastro "Fondo rischi controversie legali in corso";
- Mastro "partecipazioni in altre imprese";
- Mastro "svalutazione partecipazione";
- Piano investimenti per il settore igiene urbana 2024-2026;
- Prot. N. 24002U0764 - Riscontro vostra email del 28/07/2024 "Progetto

azienda unica di bacino” – Invio documentazione;

- Settoriale al 31.12.2023;
- Settoriale al 30.06.2024;
- Cespiti 31.12.2023 igiene urbana;
- Cespiti 30.06.2024 igiene urbana;
- Valorizzazione cespiti MTR al 30.06.2024.

3. JESISERVIZI SRL E IL RAMO D’AZIENDA “RIFIUTI ED IGIENE AMBIENTALE”

Jesiservizi Srl, con sede legale in Jesi (AN), piazza Indipendenza n.1, è una società partecipata al 100% dai seguenti Enti locali:

Socio	Valore	%	Tipo diritto
COMUNE DI JESI 00135880425	412.300,00	95 %	proprietà'
COMUNE DI FABRIANO 00155670425	4.340,00	1 %	proprietà'
COMUNE DI CHIARAVALLE 00166560425	4.340,00	1 %	proprietà'
COMUNE DI MONSANO 00181710427	4.340,00	1 %	proprietà'
COMUNE DI CASTELBELLINO 82002250429	4.340,00	1 %	proprietà'
UNIONE DEI COMUNI DI BELVEDERE O. MORRO D'ALBA SAN MARCELLO 91019200426	4.340,00	1 %	proprietà'

ed è sottoposta all’attività di direzione e coordinamento da parte dell’ente controllante Comune di Jesi. Il capitale sociale deliberato, sottoscritto e versato risulta di euro 434.000.

La società detiene, inoltre, partecipazioni nei confronti della Farmacentro Servizi e Logistica Società Cooperativa per euro 14.025.

La società si occupa principalmente di raccolta e smaltimento dei rifiuti urbani e assimilati, e di trasporto in proprio e per conto terzi dei rifiuti solidi urbani; ma svolge anche altre attività per i Comuni soci. In particolare, gestisce le seguenti attività, disciplinate con contratti separati, che riguardano:

- la gestione del ciclo integrato dei rifiuti, nonché la tutela ambientale e la salvaguardia dell'igiene pubblica;
- la gestione del servizio di refezione scolastica e della connessa riscossione tariffaria;
- la gestione del servizio delle due farmacie comunali;
- la gestione dei trasporti scolastici e dei disabili;
- il controllo sosta su parcheggi a pagamento;
- la gestione della pubblica Illuminazione;
- il servizio di manutenzione dello stadio comunale di Jesi e del parco antistante.

Per quanto riguarda i risultati conseguiti nel 2023, di seguito un quadro sintetico dei principali valori economico-patrimoniali registrati:

Stato patrimoniale riclassificato	2022	2023
ATTIVO IMMOBILIZZATO	6.224.315 €	6.196.490 €
<i>Liquidità</i>	1.523.692 €	1.560.484 €
ATTIVO CIRCOLANTE	4.950.509 €	5.005.273 €
TOTALE ATTIVO	11.174.824 €	11.201.763 €
PN	1.015.064 €	1.042.254 €
PASSIVITA' CONSOLIDATE	6.702.337 €	6.394.015 €
PASSIVITA' CORRENTI	3.457.423 €	3.765.494 €
TOTALE PASSIVO	11.174.824 €	11.201.763 €

Conto economico riclassificato	2022	2023
Ricavi delle vendite e prestazioni	13.165.309 €	13.762.780 €
VALORE DELLA PRODUZIONE	13.494.960 €	14.030.386 €
VALORE AGGIUNTO	5.106.624 €	5.583.835 €
Retribuzione e altri oneri del personale	4.537.230 €	4.731.925 €
EBITDA	569.394 €	851.910 €
Ammortamenti	397.113 €	553.135 €
Svalutazioni dei crediti e delle immobilizzazioni	2.026 €	2.449 €
Accantonamenti per rischi e altri	50.000 €	20.000 €
EBIT	120.255 €	276.326 €
RISULTATO ANTE-IMPOSTE	95.412 €	64.826 €
RISULTATO NETTO	34.039 €	27.191 €

Il bilancio d'esercizio 2023 chiude con un utile in leggera contrazione rispetto agli esercizi precedenti; infatti, benché la società abbia risentito positivamente in termini di fatturato dell'ingresso, nella compagine sociale, del Comune di Fabriano con l'affidamento del servizio di refezione scolastica, tutti i servizi offerti e gestiti hanno risentito degli effetti generati dall'inflazione, determinando un incremento generalizzato del costo di acquisizione di servizi e forniture che ha impattato sul risultato d'esercizio.

Da un punto di vista finanziario le risultanze di bilancio mostrano una società in equilibrio e un miglioramento della posizione finanziaria netta complessiva dovuto sia al pagamento delle rate dei mutui in essere, sia alla mancata accensione di nuovi finanziamenti, nonostante una contrazione delle disponibilità liquide.

Come anticipato, l'attività di gestione dei rifiuti rappresenta, ai fini della perizia, il ramo d'azienda da conferire. Le ragioni sottese al conferimento del ramo di azienda sono riconducibili all'esigenza di costruire un bacino unico per la gestione dei rifiuti e dell'igiene ambientale nel territorio anconetano.

Per quanto riguarda il ramo d'azienda, nel corso dell'esercizio 2023, i costi sono rimasti sostanzialmente invariati rispetto al precedente esercizio; mentre i ricavi straordinari legati ai servizi covid ed i corrispettivi per la vendita al Consorzio Comieco dei rifiuti di carta/cartone si sono ridotti, limitando la capacità di Jesiservizi di far fronte alle necessità di rinnovo della flotta destinata alla raccolta dei rifiuti.

A partire da aprile 2023 è stato inserito un nuovo responsabile della gestione rifiuti al fine di sostituire quello in carica per raggiungimento dell'età pensionabile.

Per quanto concerne il 2024, si è fiduciosi del raggiungimento di un adeguato equilibrio economico del servizio. Infatti, attraverso un aumento del corrispettivo, la società cercherà di generare risorse a sostegno degli investimenti previsti per il triennio 2024-2026 per il rinnovamento del parco automezzi e per la realizzazione, presso il Centro Ambiente, dei locali destinati ad ospitare gli uffici del servizio.

Nel prossimo futuro è attesa anche la definizione del Gestore Unico Provinciale del servizio di igiene ambientale. Si auspica l'affidamento del servizio alla società AnconAmbiente, previa adesione della Jesiservizi alla compagine sociale di AnconAmbiente tramite conferimento del relativo ramo d'azienda.

Per quanto riguarda i valori economico-patrimoniali del ramo d'azienda al 30.06.2024, si riportano di seguito le informazioni di bilancio fornite:

IGIENE URBANA		
		30/06/2024
RICAVI		
04.01.01.01	PROVENTI SERVIZIO I.U. AL COMUNE DI JESI	€ 3.035.719,80
04.01.01.02	PROVENTI SERVIZIO I.U. AD ALTRI COMUNI	
04.01.01.03	PROVENTI SERVIZIO I.U. AD ALTRI SOGGETTI	€ 2.846,90
04.01.01.04	PROVENTI PER SERVIZI OCCASIONALI	€ 5.198,88
04.01.01.05	PROVENTI DA RACCOLTA DIFF. COMIECO e altri	€ 64.654,38
04.01.01.11	come sopra per RACCOLTA SELETTIVA	€ 29.255,59
04.01.01.06	PROVENTI DA RACCOLTA DIFF.SMALT.DIRETTO	€ 2.008,10
04.01.01.08	PROVENTI DA RACCOLTA DIFF. COREPLA ed altri	€ 78.635,55
04.01.01.10	PROVENTI SERVIZI TUTELA AMBIENTALE	€ 15.525,00
04.01.01.16	PROVENTI DA RACCOLTA DIFF.VETRO	€ 8.090,40
04.01.01.17	PROVENTI RACCOLTA DIFF.FERRO	€ 7.001,60
04.01.01.09	PROV.CESSIONE BATTERIE PIOMBO ESAUSTE	€ 1.180,08
04.01.01.18	PROVENTI VENDITA MATERIALE COVID	
04.01.01.19	PROVENTI RACCOLTA DOMICILIARE VERDE	€ 15.682,51
04.01.02.04	RIMBORSO SPESE DIVERSE	€ 526,40
04.01.04.02	SCONTI E ABBUONI ATTIVI	€ 72,29
04.01.06.01	CONTRIBUTI C/ESERCIZIO	
04.01.06.02	AFFITTI ATTIVI	
04.01.06.17	SOPRAVVENIENZE ATTIVE	€ 852,14
04.01.06.06	INDENNIZZI/RISARCIMENTI	
04.01.06.07	PLUSVALENZA ORDINARIE	
04.01.06.09	CONTRIBUTI C/IMPIANTI	
04.01.06.11	OMAGGI DA FORNITORI	
04.01.06.12	PREMI PER GESTIONE RAEE	€ 8.046,24
04.01.01.14	BENEFICIO FISCALE SU GASOLIO	€ 6.600,00
04.01.06.15	RIMBORSO PERSONALE IN DISTACCO	€ 16.112,88
04.01.01.16	PROVENTI VARI	€ 76,54
04.01.06.18	RECUPERO SPESE SU IMMOBILE IN LOCAZIONE	
04.02.02.03	SCARTO DI EMISSIONE PCT	
04.02.03.01	INTERESSI ATTIVI SU C/C BANCARIO	
04.02.03.04	INTERESSI ATTIVI SU TITOLI	
04.04.02.01	SOPRAVVENIENZE ATTIVE	
04.02.03.03	ABBUONI	
04.02.03.10	INTERESSI ATTIVI DIVERSI	
04.04.01.02	PLUSV.DA ALIEN.BENI PATRIMONIALI	€ 275,00
04.01.05.02	RIMANENZE FINALI MATERIALI DI CONSUMO	
	TOTALE RICAVI	€ 3.298.360,28
COSTI		
05.01.01.31	ACQU.MAT.AVVIABILI AL RICICLO/RECUPERO	€ 196.863,84
05.01.01.03	ACQUISTI PER SERVIZIO PORTA A PORTA	€ 7.161,27
05.01.01.04	MATERIALI DI CONSUMO C/ACQUISTI	€ 4.613,05
05.01.01.05	MATERIALI DI MANUTENZIONE C/ACQUISTI	€ 2.675,30
05.01.01.06	MATERIALI RIPARAZIONE AUTOMEZZI C/ACQUISTI	€ 22.002,28
05.01.01.23	MATERIALI RIP. AUTOVETTURE C/ACQ.	€ 177,21
05.01.01.08	ACQUISTI VARI	€ 20,50
05.01.01.09	MATERIALI DI PULIZIA C/ACQUISTI	
05.01.01.11	CANCELLERIA E STAMPATI	€ 3.093,13

05.01.01.27	ACQU.ATTREZZATURE VARIE E MINUTE	€ 1.319,52
05.01.01.12	MATERIALE PUBBLICITARIO	
05.01.01.13.01	CARBURANTI E LUBRIFICANTI AUTOMEZZI	€ 124.495,40
05.01.01.13.02	CARBURANTI E LUBRIFICANTI AUTOVETTURE	€ 697,96
05.01.01.13.03	CARBURANTE E LUBR.AUTOV.FRINGE BENEFIT	€ 288,62
05.01.01.14	OMAGGI A CLIENTI	
05.01.01.17	BENI DI MODICO VALORE	€ 735,26
05.01.01.18	ACQUISTO INDUMENTI DI LAVORO	€ 3.379,76
05.01.01.21	ACQUISTO PNEUMATICI	€ 7.909,85
05.01.01.32	ACQUISTO PNEUMATICI AUTOVETTURE	
05.01.01.24	MAT SANITARIO E STRUM.LAVORO COVID	
05.01.01.25	MAT.SANITARIO COVID - CEDUTO	
05.01.01.26	MAT.RIPARAZIONE ATTREZZATURA(verde)	
05.01.02.02	SCONTI E ABBUONI PASSIVI	€ 81,54
05.01.01.23	MATERIALE DI MANUT.AUTOVETTURE	
05.01.03.01	MANUTENZIONE E RIPARAZIONE	€ 15.142,52
05.01.03.03	SPESE DI PUBBLICITA'	
05.01.03.04.01	ASSICURAZIONE AUTOMEZZI	€ 42.833,83
05.01.03.04.02	ASSICURAZIONE AUTOVETTURE	€ 3.701,54
05.01.03.06	GAS	€ 2.880,91
05.01.03.05	ENERGIA ELETTRICA	€ 4.158,59
05.01.03.07	ACQUA	€ 103,55
05.01.03.08	SPESE POSTALI	€ 18,00
05.01.03.09	SPESE TELEFONICHE	€ 198,51
05.01.03.65	SPESE PER RICARICHE TELEFONICHE	
05.01.03.10	CONSULENZE	€ 6.137,02
05.01.03.11	SPESE BANCARIE	€ 1.156,73
05.01.03.12	SPESE CONTENZIOSO E RECUPERO CREDITI	
05.01.03.13.01	SPESE DI RAPPRESENTANZA DEDUCIBILI	
05.01.03.13.02	SPESE DI RAPPRESENTANZA INDEDUCIBILI	
05.01.03.16	SPESE DI PULIZIA	€ 8.065,96
05.01.03.87	SERV.CONTABILIZZAZ FATT ELETTR	€ 283,44
05.01.03.15	SPESE DI VIGILANZA	
05.01.03.17.01	RIPARAZIONE AUTOMEZZI	€ 98.542,21
05.01.03.17.02	RIPARAZIONE AUTOVETTURE	€ 212,82
05.01.03.18	SERVIZI VARI RESI DAL COMUNE	€ 18.000,00
05.01.03.19	MANUTENZ. ESTERNA IMPIANTI	€ 543,62
05.01.03.20	CONTRIBUTI INPS AMMINISTRATORI	€ 985,95
05.01.03.21	COMPENSI AMMINISTRATORI	€ 6.162,12
05.01.03.22	COMPENSI AI SINDACI	€ 1.581,77
05.01.03.23	INAIL AMMINISTRATORI	€ 29,10
05.01.03.24	SPESE CONDOMINIALI	
05.01.03.25	SMALTIMENTO RIFIUTI SOLIDI URBANI	€ 376.111,37
05.01.03.91	TRASP.E RECUPERO RIFIUTI SPAZZAM.STRADE	€ 26.761,00
05.01.03.90	SMALTIM.RIFIUTI SPECIALI/PERICOLOSI	€ 3.071,20
05.01.03.92	TRASP.E SMALTIM.MATERIALE INFETTO COVID	
05.01.03.93	LAVAGGIO CASSONETTI	€ 1.755,50
05.01..03.26	CONFERIMENTO RIFIUTI COMP.BIODEGRADABILI	
05.01.03.27	SMALTIMENTO REFLUI	
05.01.03.29	SERVIZIO RACCOLTA DIFFERENZIATA	
05.01.03.30	DISINFESTAZIONE, DERAT. DISERBO	€ 7.600,00
05.01.03.31	SERVIZI DIVERSI	€ 2.681,53
05.01.03.32	SERVIZIO SMALTIMENTO R.A.E.	
05.01.03.35	PULIZIA CADITOIE, ISOLE ECOLOGICHE	
05.01.03.36	MANUTENZIONE IMMOBILI	
05.01.03.37	INTERVENTI CONTROLLO PICCIONI	€ 10.169,31

05.01.03.45	SERVIZI PER LAVORO INTERINALE	€ 6.611,11
05.01.03.46	POLIZZE FIDEJUSSORIE	
05.01.03.97	ASSICURAZIONI AZIENDALI	€ 6.387,63
05.01.03.51	ELABORAZIONI STIPENDI	€ 9.080,92
05.01.03.55	GESTIONE BAGNI E GABINETTI PUBBLICI	
05.01.03.113	ANALISI DI CAMPIONI	€ 420,00
05.01.03.115	PULIZIA POZZETTI	€ 2.485,55
05.01.03.117	SERV.ASSIST.E MANUT.PROGRAMMI	€ 1.235,09
05.01.03.121	SERV.DI VIDEO SICUREZZA	€ 771,60
05.01.03.13.1	SPESE RAPPRESENTANZA DEDUCIB	
05.01.03.56	ACCERTAMENTI E VISITE FISCALI	€ 4.973,32
05.01.03.61	COMPENSO RESPONSABILE TECNICO	€ 10.608,00
05.01.03.62	SERVIZIO TRASPORTO RIFIUTI BIODEGRADABILI	
05.01.03.63	SMALTIMENTO RIFIUTI BIODEGRADABILI	€ 154.363,63
05.01.03.64	SERVIZI AUSILIARI PORTA A PORTA	€ 82.200,00
05.01.03.110	TRATTAM.E RECUPERO DA FRAZ.DIFFERENZIAT	€ 63.765,19
05.01.03.109	TRASPORTO RIFIUTI DALLE FRAZ.DIFFERENZIATE	€ 7.280,78
05.01.03.71	TRASPORTO E SMALTIMENTO LEGNA,PLASTICA E INGOMBRANTI	
05.01.03.73	CANONI MENSILI GPS	€ 1.056,00
05.01.03.74	GESTIONE PARCO AUTOMEZZI	€ 13.484,50
05.01.03.75	CARICO E TRASPORTO MASSERIZIE	€ 18.577,50
05.01.03.76	PULITURA STRADE DA GUANO PICCIONI	
05.01.03.77	AUSILIO ALLA GESTIONE DEL CENTRO RACCOLTA	
05.01.03.78	SERVIZI AMMINISTRATIVI DIVERSI	€ 973,00
05.01.03.84	REVISIONE AUTOMEZZI	€ 1.041,01
05.01.03.86	REVISIONE AUTOVETTURE	
05.01.03.85	TRASPORTO RIFIUTI SOLIDI URBANI	€ 61.014,86
05.01.03.80	LAVAGGIO INDUMENTI OPERATORI ECOLOGICI	€ 1.822,60
05.01.04.01	AFFITTI (UFFICI E AUTORIMESSA)	€ 45.000,00
05.01.03.79	CANONE FORFR UTENZE P.ZZA REP.	€ 632,70
05.01.04.06	CANONI DI LEASING	€ 4.617,66
05.01.04.03	CANONI DI NOLEGGIO	€ 4.221,90
05.01.04.05	AFFITTO LOCALI USO UFFICI	€ 2.695,91
05.01.03.89	SERV.STRAORDINARIO SPAZZAMENTO STRADE	
05.01.05.01	SALARI E STIPENDI DIRETTI	€ 861.320,37
05.01.05.01	SALARI E STIPENDI COMANDATI	
05.01.05.02	ONERI SOCIALI PERSONALE DIRETTO	€ 299.985,48
05.01.05.03	ONERI SOCIALI PERSONALE COMANDATO	
05.01.05.05	IND.LICENZIAMENTO PERSONALE DIRETTO	€ 65.179,16
05.01.05.35	INAIL DIP	€ 32.944,26
05.01.05.40	COSTO PERSONALE DISTACCO (RECCHIONI)	€ 17.671,73
05.01.03.88	CONTRIBUTI INPS GESTIONE SEPARATA	
05.01.05.07	ADDESTRAMENTO E FORMAZIONE	€ 1.968,05
05.01.05.08	RIMBORSO SPESE PERSONALE	€ 51,55
05.01.05.09	BENEFIT A FAVORE DIPENDENTI	
05.01.05.10	LAVORO INTERINALE	€ 84.210,19
05.01.05.20.01	VOUCHER LAVORO: COSTO LAVORO	
05.01.05.20.02	VOUCHER LAVORO: ONERI	
05.01.05.21	CONTRIBUTI FASDA	
05.01.05.22	BUONI PASTO	€ 1.059,01
05.01.07.03	RIMANENZE INIZIALI MATERIALI DI CONSUMO	
05.01.09.02	VALORI BOLLATI	€ 64,00
05.01.09.03	TASSA DI CIRCOLAZIONE AUTOMEZZI	€ 3.998,42
05.01.09.04	TASSA DI CIRCOLAZIONE AUTOVETTURE	€ 478,16

	ABBONAMENTI A RIVISTE	
05.01.09.06	CONTRIBUTI ASSOCIATIVI	€ 3.874,42
05.01.09.01	imposte e tasse non relative AD ESERCIZIO	
05.01.09.08	MULTE E AMMENDE	€ 4,92
05.01.09.08	ALTRE IMPOSTE E TASSE	€ 2.476,59
05.01.09.09	COSTI INDEDUCIBILI	€ 627,65
05.01.09.10	CONTRIBUTI E SPONSORIZZAZIONI	€ 930,00
05.01.09.12	PERDITE SU CREDITI	
05.01.09.15	RISARCIMENTI ED INDENNIZZI	€ 319,68
05.01.09.16	SOPRAVV.PASSIVE VARIE	€ 2.026,06
05.01.03.83	SOPRAVV.PASSIVE SU SERVIZI	€ 516,00
05.01.03.83	SCONTI E ABBUONI PASSIVI	
05.02.01.07	INTERESSI SU C/C BANCARIO	
05.02.01.20	COMMISSIONE SULL'ACCORDATO	
05.02.01.08	ALTRI ONERI FINANZIARI	€ 239,01
05.02.01.10	COMMISSIONI PER FIDEJUSSIONI	€ 257,52
05.02.01.10	INTERESSI MORATORI	
05.02.01.33	INTERESSI PASSIVI MUTUO BANCO DESIO	€ 245,85
05.02.01.34	INTERESSI PASSIVI DI FINANZIAMENTO EX UBI ora S.PAULO	€ 975,28
05.02.01.40	INTERESSI PASSIVI FINANZ.STELLANTIS	€ 765,07
05.04.02.01	INSUSSISTENZE ED INESIGIBILITA'	
05.04.01.02	MINUSVALENZE DA ALIENAZIONE BENI	
	ACCANT.RISCHI SU CREDITI	
05.01.06.23	ACCANT. SPESE FUTURE	
05.01.08.01		
	AMMORTAMENTI	€ 68.536,44
	TOTALE COSTI	€ 2.970.447,92
	arrotondamenti	
	DIFFERENZA	€ 327.912,36

Cespiti ramo RIFIUTI 30/06/2024	422.002,62
Cespiti fuori perimetro (Centro Ambiente-Capitalizzazione Mutuo Banco Desio) 30/06/2024	748.808,95
Immobilizzazioni in corso e acconti 30/06/2024	178.212,39

I cespiti, escluse le immobilizzazioni in corso ed acconti di cui si tratterà a breve, assumono un valore netto contabile complessivo al 30.06.2024 di euro 1.170.811,57; di cui saranno oggetto di conferimento solo euro 422.002,62 in quanto cespiti inerenti al ramo d'azienda "Rifiuti ed igiene ambientale".

È doveroso segnalare che l'importo di euro 748.808,95 (si veda tavola sotto riportata), è relativo a spese su beni di terzi per interventi di ammodernamento ed adeguamento normativo effettuati sulla sede operativa del servizio igiene urbana (Centro Ambiente). In particolare, per un valore di circa euro 645.000 sono lavori autorizzati dal Comune di Jesi con proprie delibere a scapito del canone di locazione dell'area destinata a sede operativa del Servizio Igiene Urbana e del Centro di raccolta comunale. Tale centro non verrà conferito.

Utilizzo Cespiti per Comune	Percentuale competenza settore rifiuti	Cespite Ramo Ambiente (SI/NO)	CATEGORIA	Codice Cespite	Descrizione Cespite	Categoria immobilizzazione Cespite	Anno Acquisto Cespite	Cic,t	FACI,c,2024
Jesi	0%	no	COSTI BENI TERZI	60	Lavori di sistemazione Campo Boario	cespiti comuni	2008	€ 4.950,00	€ 4.950,00
Jesi	0%	no	COSTI BENI TERZI	100	Costruzione bagno e docce autorimessa Campo Boario	cespiti comuni	2009	€ 12.000,00	€ 12.000,00
Jesi	0%	no	COSTI BENI TERZI	126	Lavori sistemazione muro autorimessa	cespiti comuni	2009	€ 6.500,00	€ 6.500,00
Jesi	100%	SI	IMPIANTI SPECIFICI	250	Lavori di ampliamento rampa presso il Centro Ambiente	cespiti comuni	2014	€ 950,00	€ 926,12
Jesi	0%	no	COSTI BENI TERZI	240	Porta e maniglione preso Centro Ambiente	cespiti comuni	2014	€ 611,80	€ 611,80
Jesi	100%	SI	IMPIANTI SPECIFICI	252	Installazione cancelli presso centro ambiente	Raccolta e trasporto, Spazzamento e lavaggio	2014	€ 13.400,00	€ 13.063,17
Jesi	100%	SI	IMPIANTI SPECIFICI	256	Lavori di completamento Centro Ambiente	Raccolta e trasporto, Spazzamento e lavaggio	2014	€ 13.400,00	€ 13.063,17
Jesi	100%	SI	IMPIANTI SPECIFICI	236	porta multiuso Centro Ambiente	Raccolta e trasporto, Spazzamento e lavaggio	2014	€ 16.200,00	€ 15.792,79
Jesi	100%	SI	IMPIANTI SPECIFICI	251	Realizzazione soletta per materiale vegetale centro ambiente	Raccolta e trasporto, Spazzamento e lavaggio	2014	€ 15.000,00	€ 14.622,95
Jesi	100%	SI	IMPIANTI SPECIFICI	263	Soletta in calcestruzzo centro ambiente	Raccolta e trasporto, Spazzamento e lavaggio	2014	€ 4.200,00	€ 4.094,43
Jesi	100%	SI	COSTI BENI TERZI	361	Lavori di ampliamento rampa presso il Centro Ambiente	cespiti comuni	2017	€ 18.398,59	€ 11.490,31
Jesi	100%	SI	COSTI BENI TERZI	371	Realizzazione soletta vegetale presso il centro ambiente	cespiti comuni	2017	€ 2.616,91	€ 1.634,33
Jesi	0%	no	COSTI BENI TERZI	438	Interessi e spese istruttoria mutuo Banco Desio	cespiti comuni	2020	€ 13.052,99	€ 11.740,56
Jesi	100%	SI	COSTI BENI TERZI	568	Soletta in calcestruzzo presso il centro ambiente	cespiti comuni	2023	€ 18.533,50	€ 2.774,96
Jesi	100%	SI	COSTI BENI TERZI	501	Fornitura e posa in opera cancelli al Centro Ambiente	cespiti comuni	2024	€ 29.500,00	€ 0,00
Jesi	100%	SI	COSTI BENI TERZI	404	Installazione cancelli presso il centro ambiente	cespiti comuni	2024	€ 4.894,00	€ 0,00
Jesi	0%	no	COSTI BENI TERZI	461	Lavori di completamento al Centro Ambiente	cespiti comuni	2024	€ 644.980,90	€ 0,00
Jesi	100%	SI	COSTI BENI TERZI	502	Lavori per impianto elettrico illuminazione esterna Centro Ambiente	cespiti comuni	2024	€ 42.884,85	€ 0,00
								€ 862.073,54	€ 113.264,59
								€ 748.808,95	

Per quanto riguarda le immobilizzazioni in corso e acconti, si tratta di cespiti acquisiti successivamente al 30.06.2024 e verranno descritti nei paragrafi successivi.

4. I METODI DI VALUTAZIONE: GENERALITÀ ED ASPETTI TEORICI

Come è noto non esistono formule o regole definite cui attenersi per effettuare valutazioni di società, aziende o rami di esse. La dottrina e la prassi professionale hanno tuttavia sviluppato metodologie che riscontrano generale accettazione presso gli operatori e che possono adattarsi alle diverse esigenze valutative.

Le metodologie si differenziano tra loro in quanto pongono l'enfasi su aspetti diversi dell'azienda da valutare. Tali metodiche, seppure in astratto tutte corrette sotto il profilo concettuale, presentano però problemi peculiari nella loro applicazione pratica, derivanti dalla corretta identificazione delle variabili essenziali delle formule sottostanti, nonché dalla concreta reperibilità di fonti informative adeguate.

I metodi di valutazione devono perciò essere opportunamente scelti, a seconda della natura e delle caratteristiche dell'azienda da valutare, delle informazioni disponibili, nonché delle finalità della valutazione stessa.

Il valore, infatti, dipende da molteplici considerazioni proprie delle parti contraenti che, in teoria, ed a seconda dei casi, potrebbero perfino prescindere dagli aspetti patrimoniali, reddituali e finanziari dell'oggetto di negoziazione. Il problema fondamentale della valutazione condotta da un perito indipendente, invece, consiste nell'esprimere sotto forma numerica l'universalità dei fattori che costituiscono nel loro insieme la realtà aziendale. Per quanto sopra specificato, l'obiettivo generale dell'aziendalista in una valutazione è la determinazione del cosiddetto "valore obiettivo", cioè del prezzo che in circostanze normali, astraendosi dalle considerazioni delle parti contraenti, dei loro particolari interessi e dello stato di cose esistenti, può essere considerato come "adeguato" e prossimo ad un valore effettivo di scambio.

È di conseguenza necessario ricordare che la valutazione di qualsiasi azienda non può risolversi in una mera applicazione di formule, utilizzate in modo meccanico sulla base di dati contabili o extra-contabili. Questa regola generale vale soprattutto nelle scelte dei parametri che entrano nelle formule stesse, scelte che necessariamente sono in parte soggettive, in quanto legate sostanzialmente all'esperienza maturata in questo specifico settore professionale.

Prima di illustrare i metodi che si è deciso di adottare nel caso in questione, è opportuno indicare brevemente i caratteri fondamentali di quelli che vengono comunemente proposti dalla dottrina e dalla prassi professionale prevalente.

In prima approssimazione si può affermare che il processo valutativo di un'azienda scaturisce da un complesso esame che investe sia la capacità di reddito dell'oggetto di valutazione che la sua struttura patrimoniale. Pertanto, i criteri valutativi si possono ricondurre a distinti procedimenti di calcolo, quali quelli di seguito individuati.

Criteri del costo

I criteri del costo si fondano sull'ipotesi che un investitore razionale attribuisca ad un bene esistente un valore non superiore al suo costo di sostituzione (o di riproduzione). Il costo di sostituzione (o di riproduzione) include gli oneri associati alla costruzione, ai prezzi applicabili alla data di riferimento della valutazione, di beni simili con utilità equivalente.

I criteri del costo trovano di norma applicazione mediante utilizzo dei c.d. metodi

patrimoniali.

Tali metodologie consentono di giungere alla valutazione del capitale economico della società tramite la riespressione a valori correnti dei cespiti e di tutti gli elementi attivi e passivi del patrimonio aziendale; il valore dell'azienda (W) corrisponde, pertanto, al valore del patrimonio netto rettificato (K) a valori correnti, in base alla seguente, in apparenza semplice, formula $W = K$.

Il metodo in questione, che ha il pregio di addivenire ad una valutazione del patrimonio aziendale oggettiva e riscontrabile, si caratterizza per la stima analitica a valori correnti di sostituzione: *analitica*, perché effettuata distintamente per ciascun elemento del patrimonio; *a valori correnti*, perché basata sui prezzi di mercato del momento; *di sostituzione*, perché l'ipotesi di base è quella del riacquisto (o della riproduzione) per elementi attivi e della rinegoziazione per quelli passivi.

Nell'ambito dei metodi di valutazione patrimoniali, si distingue normalmente i metodi patrimoniali semplici ed i metodi patrimoniali complessi: nei primi non sono considerati ai fini della valutazione i beni immateriali (salvo, eventualmente, valori immateriali per cifre modeste o trascurabili, quali ad esempio disaggi su obbligazioni, costi di aumento di capitale, ecc.); nei metodi patrimoniali complessi si considerano, viceversa, anche i beni immateriali.

Criteri economico finanziari

I criteri economico finanziari si fondano sull'ipotesi che il valore di un bene sia pari al valore attuale dei benefici futuri ottenibili dal suo utilizzo.

I criteri economico finanziari sono di norma applicati mediante l'utilizzo delle metodologie reddituali e finanziarie.

Metodi reddituali

I metodi reddituali fondano il proprio presupposto sulla capacità dell'azienda di generare un flusso reddituale riproducibile in futuro. Il valore del capitale economico (W) viene, dunque, stimato sul piano quantitativo, come funzione del reddito atteso R. La definizione del reddito atteso può avvenire sia facendo riferimento ai dati storici che a quelli espressi dai piani aziendali; in ogni caso, l'obiettivo consiste nel pervenire a risultati che possano essere considerati rappresentativi della futura evoluzione della redditività aziendale (c.d. reddito medio prospettico annuo o dizioni analoghe).

Per quanto riguarda l'orizzonte temporale di riferimento, entro il quale si stima che

l'azienda sia in grado di produrre reddito, è possibile ricorrere alla durata limitata o indefinita.

Nel primo caso, il valore dell'azienda (W) equivale al valore attuale di una rendita temporanea, in cui "R" è il reddito atteso ed "n" la durata prevista, secondo la seguente formula.

Valore attuale del reddito a durata limitata:

$$W = R \cdot n - i$$

Nel secondo caso, il valore dell'azienda (W) equivale al valore attuale di una rendita perpetua di rata costante R calcolata al tasso (i), determinato in base alla seguente formula.

Valore attuale del reddito perpetuo:

$$W = R/i$$

La configurazione del reddito R rilevante, ai fini dell'applicazione del metodo in questione, è quella prospettica, idonea a riflettere le condizioni di redditività attesa dell'azienda, *media*, vale a dire che l'impresa è stabilmente in grado di produrre, e *normalizzata*, ossia depurata dalle componenti straordinarie non ripetibili o, comunque, estranee alla gestione. Pertanto, nella configurazione del reddito R rilevante deve essere eliminata ogni componente negativa la cui appostazione è dettata esclusivamente dall'esigenza di ridurre il reddito imponibile ai fini dell'imposizione fiscale, ovvero dall'intento di attuare determinate politiche di bilancio.

Il reddito *medio normale* deve essere, infatti, calcolato con riferimento a condizioni normali di svolgimento della gestione ed, in particolare, a condizioni di indebitamento "regolari" e non eccezionali, in assenza di situazioni particolarmente favorevoli o sfavorevoli, e consegue da una redistribuzione nel tempo dei componenti straordinari (plusvalenze e minusvalenze patrimoniali, rettifiche di costi e ricavi di precedenti esercizi, ecc.); il medesimo, inoltre, deve essere determinato al netto degli oneri tributari anche potenziali e dei compensi figurativi diversi dalla remunerazione del capitale proprio e delle eventuali partecipazioni agli utili spettanti a terzi. Il tasso di attualizzazione (i) utilizzato incorpora il compenso derivante dal semplice trascorrere del tempo (sostanzialmente pari al rendimento riconosciuto ad attività prive di rischio) ed altresì l'adeguata remunerazione del rischio d'impresa.

In particolare, il tasso di puro interesse, relativo agli impieghi di capitale a rischio nullo, è generalmente determinato con riferimento ai rendimenti dei titoli di debito pubblico a scadenza non breve, ovvero allineata alla presunta durata della società.

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

- 1* condizioni generali, ovvero congiuntura economica, inflazione, situazione politico – sociale del paese, ecc.;
- 2* condizioni settoriali, ovvero struttura del mercato di appartenenza, condizioni varie di instabilità del settore, ecc.;
- 3* condizioni aziendali, ovvero solidità patrimoniale, livello e composizione dell'indebitamento, situazione di liquidità variabilità dei risultati operativi della gestione, ecc...

Metodi finanziari

I metodi finanziari ravvisano nella capacità dell'azienda di produrre flussi di cassa l'elemento fondamentale ai fini della valutazione. In particolare, il valore di un'azienda è il risultato della somma algebrica del valore attuale dei flussi di cassa che la stessa sarà in grado di generare in futuro (c.d. Discounted cash flow, in acronimo DCF).

Il tasso di attualizzazione utilizzato per scontare, al valore attuale, i flussi di cassa attesi in futuro può essere il tasso di rendimento del capitale di rischio, ovvero il costo medio ponderato del capitale, a seconda della configurazione di flusso di cassa considerata (equity side vs asset side).

Tali metodi trovano spesso applicazione nei casi in cui sono disponibili proiezioni economiche e patrimoniali di medio-lungo termine e sono generalmente considerati molto affidabili.

Criteri di mercato

I criteri di mercato si basano sull'assunto che il valore di un bene sia determinabile con riferimento al prezzo fatto in scambi di beni simili avvenuti nel recente passato.

I criteri di mercato sono di norma applicati mediante utilizzo delle metodologie riferibili ai multipli di borsa o a transazioni comparabili.

Metodo dei multipli di borsa

Il metodo dei multipli di borsa consiste nel raffrontare il valore della società da valutare comparativamente con quello di società quotate simili. Tale metodo è normalmente utilizzato per la valutazione di aziende con titoli non quotati su mercati regolamentati, ma che abbiano caratteristiche in qualche misura assimilabili a società quotate.

Il metodo dei multipli trova fondamento nei dati espressi dalle transazioni di mercato per beni omogenei, e quindi comparabili, a quello oggetto della valutazione. Tale metodo si sostanzia nell'applicazione di una percentuale o di un moltiplicatore ad una grandezza economica (di solito il reddito netto, il reddito operativo, il margine operativo lordo, l'ebit, l'ebitda, ecc..) ritenuta significativa ed in grado di esprimere il valore del bene. A ciò si applicano normalmente dei correttivi (sconti) per tenere conto del diverso grado di liquidabilità delle società prese in considerazione.

Metodi delle transazioni comparabili

I metodi delle transazioni comparabili consistono nel riconoscere all'azienda un valore pari ai prezzi fatti in transazioni recenti fuori mercato, aventi per oggetto aziende simili. Il problema, a questo proposito, è ovviamente quello di disporre di informazioni adeguate.

Criteri misti

I criteri misti si fondano sull'idea che il valore di un bene dipenda sia dal suo costo di sostituzione (o di riproduzione), sia dalla sua capacità di produrre benefici economici futuri. Tali criteri sono di norma applicati mediante utilizzo di combinazioni di metodi sia patrimoniali che reddituali. Tra i metodi misti una delle metodologie più diffuse è appunto quella del *metodo misto patrimoniale-reddituale con stima autonoma dell'avviamento*.

Questo metodo, che attua una sorta di mediazione tra i pregi e i difetti dei criteri patrimoniali e reddituali, consente di considerare, nel processo valutativo, tanto la consistenza patrimoniale dell'azienda, quanto le sue prospettive di reddito: la stima è idonea, pertanto, a riflettere gli elementi di obiettività e verificabilità propri dell'analisi patrimoniale (valutazione dell'attivo, ivi compresi i beni e i diritti, al netto dei capitali dei terzi investiti in azienda), senza tuttavia trascurare le attese reddituali, concettualmente più rappresentative del valore economico dell'azienda.

Il medesimo prevede, in concreto, la determinazione del valore del patrimonio dell'azienda, mediante la verifica della consistenza delle attività investite in azienda, al netto delle passività, a cui si aggiunge l'avviamento che rettifica in aumento (goodwill) o in diminuzione (badwill) il valore patrimoniale netto rettificato.

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

5. METODI DI STIMA ADOTTATI PER LA DETERMINAZIONE DEL VALORE CORRENTE TEORICO DEL RAMO D'AZIENDA "RIFIUTI ED IGIENE AMBIENTALE"

Si espongono di seguito le principali motivazioni alla base della scelta metodologica operata dallo scrivente ai fini della determinazione del valore del ramo d'azienda "Rifiuti ed igiene ambientale" della società Jesiservizi Srl, a cui si aggiunge la precisazione che sarà il medesimo metodo che verrà adottato nella valutazione delle altre società interessate alla operazione di conferimento a cui si è fatto riferimento prima.

È utile ricordare che i Principi Italiani di Valutazione (PIV), in tema di conferimento, precisano quanto segue: *"IV.5. Conferimenti e trasformazioni. Premessa. In questa sezione viene affrontato il tema della valutazione dei conferimenti in natura disciplinato dagli artt. 2343, 2343-ter e 2465 c.c. Poiché l'art. 2500 c.c. relativo alle trasformazioni, espressamente rinvia agli artt. 2343 e 2465, gli stessi principi trovano applicazione nel campo delle trasformazioni.*

(...). Sotto il profilo della sostanza economica, i conferimenti possono essere distinti in due principali categorie in relazione alle caratteristiche della società beneficiaria:

- 1) conferimenti a favore di una conferitaria neocostituita;*
- 2) conferimenti a favore di una conferitaria già operativa.*

In entrambi i casi, la valutazione di conferimento è finalizzata a garantire i creditori e i terzi dell'effettiva sussistenza del capitale della conferitaria; tuttavia, nel caso di conferitaria già operativa, il conferimento richiede anche che sia garantito nella valutazione un equilibrio negoziale fra valore del conferimento e valore delle nuove azioni emesse a servizio del conferimento, del tutto simile a quello che si realizza nel

caso delle fusioni.

La valutazione non può considerare comunque valori potenziali, ma solo valori in atto”.

Ancora, sempre per i PIV:

“Sotto il profilo valutativo è importante anche distinguere fra conferimenti che hanno per oggetto un insieme (non organizzato) di beni o piuttosto un’azienda o un ramo di azienda. La principale differenza fra singoli beni e aziende (o rami) attiene al fatto che solo a queste ultime/i può essere eventualmente associato avviamento. Nel caso di conferimento di un insieme organizzato di beni bisogna poi distinguere fra conferimenti di aziende e conferimenti di rami di azienda. La principale differenza in questi casi attiene al fatto che nel caso di conferimento di azienda l’esperto normalmente dispone d’informazione storica in merito alle performance (conto economico) del compendio conferito mentre nel caso dei rami spesso questa informazione non è disponibile. Inoltre nel caso del conferimento dei rami è spesso necessario anche normalizzare il reddito atteso del perimetro conferito quando il ramo è un segmento operativo di un’azienda preesistente, modificato: nell’aspetto patrimoniale, aggiungendo togliendo alcune attività o passività in sede di formazione dell’apporto; oppure nell’aspetto gestionale, aggiungendo o togliendo prodotti, mercati, clienti, know-how, personale, ecc.”

Fatta questa premessa, tornando all’applicazione del metodo di valutazione, come già accennato, nessuna delle metodologie precedentemente esposte può considerarsi in assoluto preferibile rispetto alle altre. Tutti i metodi utilizzati nella prassi professionale possiedono infatti pregi e difetti, e nessuna scelta metodologica può essere esente da critiche.

In generale la scelta del metodo di valutazione deve quindi essere effettuata tenendo in considerazione:

1. le caratteristiche specifiche e la situazione dell’azienda oggetto di valutazione;
2. lo scopo per cui è stata richiesta la valutazione;
3. la qualità ed il grado di dettaglio delle informazioni disponibili.

La scelta dei criteri e dei metodi di valutazione è inoltre influenzata dalle finalità e dal contesto della valutazione, nonché dalla qualità delle informazioni disponibili.

Le finalità determinano in misura incisiva la scelta dei criteri. È chiaro che le

prospettive di cessione di una società possono portare a scelta di metodi molto orientati al mercato, quali i multipli, mentre in un conferimento si è di regola più propensi a scegliere tecniche più prudenziali, quali i metodi patrimoniali. Nel caso di un recesso, ancora, si esclude per prassi prevalente l'adozione di premi/sconti di maggioranza, in altri casi, invece, ne è tipica ed opportuna l'adozione.

In quanto alle informazioni disponibili, se la società è dotata di un piano industriale, questo consente la possibilità di optare per un approccio basato sui flussi, siano essi reddituali (metodo reddituale) o finanziari (DCF). Nel caso di specie, non sono disponibili dei piani industriali.

Per altro il DCF, visto il metodo tariffario in vigore, crea significative disparità tra le aziende che stanno investendo e quelle più consolidate, che si trovano a non dover subire il gap temporale tra le uscite determinate dagli investimenti ed il loro riconoscimento in tariffa.

I flussi, ancora, sono tipicamente correlati ad una visione lucrativa della gestione aziendale, la qual cosa mal si concilia con la natura delle società in house, che operano in una logica di mantenimento dell'equilibrio e che, ove dimostrassero entrate e ricavi significativi, si vedrebbero inevitabilmente costrette a contenere le tariffe negli anni successivi.

Per la medesima ragione, dopo attenta riflessione, ci sentiamo di escludere i metodi empirici, e segnatamente quello di più semplice e diffusa applicazione, ovvero il metodo dei multipli, anche se è pur vero che riconoscere un adeguato peso al fatturato aziendale è in certa misura necessario, dato il valore che esso rappresenta.

I multipli, infatti, hanno una vocazione fortemente di mercato e, dato il contesto, non ci paiono rispondenti alle finalità di un conferimento in natura, né del valore di recepimento dello stesso. In questi casi è opportuno muoversi con estrema prudenza, onde evitare di correre il rischio di annacquare il patrimonio netto aziendale risultante dalla operazione. Per altro i multipli portano a valori estremamente volatili e tengono conto di riferimenti di mercato finanziario che non possono avere riscontro in delle società pubbliche organizzate secondo il modello dell'in house providing.

Tenendo conto delle informazioni forniteci e della finalità della valutazione, nel caso di specie, consapevoli della necessità di effettuare una scelta coerente con l'operazione in corso, la nostra preferenza ricade sul metodo patrimoniale complesso, giacché esso, oltre ad essere un metodo razionale e obiettivo, tiene in qualche misura conto delle componenti immateriali, esprimibili in certa misura dalla capacità della

azienda di essere attrattiva e di generare ricavi, qui esprimibile come valore del marchio o, in altri termini, di avviamento.

Pertanto, l'applicazione del metodo patrimoniale complesso ci pare il metodo preferibile dato il contesto di cui si tratta.

Secondo il metodo patrimoniale complesso, come noto, si misura in prima battuta il patrimonio netto rettificato, frutto della riespressione dei valori di bilancio a valori di mercato. Ad esso viene sommato appunto il valore di avviamento (I), inteso come valore di *"intangibile"* di sintesi.

Vale la pena di ricordare che, nella prassi professionale, normalmente si tende ad utilizzare, nell'ambito di uno stesso processo di stima, un metodo principale ed uno di controllo. In linea di principio, infatti, questo serve a confermare la correttezza del metodo principale. Nel caso di specie, alla luce del fatto che non ci paiono adatti gli altri metodi sopra elencati, ovvero, né quelli fondati sui flussi né quelli empirici, a dare una corretta misura del valore della società (e delle società oggetto della operazione complessivamente intesa) non si procederà all'applicazione di un metodo di controllo, affidandosi, quindi, al solo metodo patrimoniale complesso. Questo approccio valutativo, per altro, è certamente prudente e pare, quindi, adatto ad un conferimento di rami di azienda che coinvolge solo società in house, che sono, pertanto, poco in sintonia con metodiche più orientate al mercato.

Si procede, ora, alla determinazione del valore del ramo d'azienda *"Rifiuti ed igiene ambientale"* di Jesiservizi Srl, procedendo prima all'applicazione del criterio delle royalties e poi alla determinazione del patrimonio netto rettificato.

6. IL METODO PATRIMONIALE COMPLESSO E IL CRITERIO DELLE ROYALTIES

Come si è detto, una evoluzione del metodo patrimoniale semplice è rappresentata dal c.d. *"metodo patrimoniale complesso"*. In questo caso, oltre ai beni materiali dell'azienda, vengono presi in considerazione anche quelli immateriali, i cosiddetti *"intangibles"*, che siano essi già contabilizzati o meno ¹.

Valutare il capitale economico di un'azienda applicando il metodo patrimoniale semplice vuol dire misurare solo i beni materiali ed ignorare quegli elementi

¹ cfr. S. Pozzoli, Valutazione d'azienda, Milano. Ipsoa, 2024.

immateriali che sono i veri fattori del successo competitivo dell'azienda.

Infatti, gli intangibles assumono un ruolo significativo nel conseguimento di valore e di vantaggio competitivo di un'azienda; ma per poter essere ricompresi nel processo di valutazione aziendale, devono possedere alcuni requisiti, fra i quali: essere negoziabili ovvero trasferibili, poiché nella logica del sistema patrimoniale non ha senso misurare il valore di un bene che non può essere ceduto singolarmente considerato; il loro valore deve essere determinabile, in base alle metodologie elaborate dalla prassi aziendale; la loro utilità deve essere ragionevolmente durevole, e devono quindi consistere in immobilizzazioni.

Normalmente, tali assets si dividono in due categorie, ovvero gli intangibles di marketing (quali ad esempio il logo della società, il marchio, le insegne, ecc.) e gli intangibles tecnologici (quali ad esempio know how, software, brevetti, data-base, investimenti in R & S).

La formula che esprime da un punto di vista quantitativo il valore del capitale economico, applicando il metodo patrimoniale complesso, è la seguente²:

$$W = K' + I$$

dove:

K' = valore del capitale netto rettificato;

I = valore dei componenti immateriali non contabilizzati.

Il valore del capitale netto rettificato è in sostanza il risultato dell'applicazione del metodo patrimoniale semplice. La logica alla base del metodo patrimoniale è quella di pervenire alla stima del valore attraverso l'espressione a valori correnti delle poste attive e passive del patrimonio. In formula:

$$W = K'$$

laddove:

W = valore economico dell'azienda determinato con il metodo patrimoniale semplice

K' = valore del patrimonio netto rettificato.

² cfr. S. Pozzoli, Valutazione d'azienda, Milano. Ipsosa, 2024.

In base a tale criterio, il valore corrente teorico di una società è dato dalla somma algebrica del valore del patrimonio strumentale. Il primo passaggio nell'applicazione di questa metodologia consiste nell'esprimere a valore corrente tutte le poste dell'attivo e del passivo dello stato patrimoniale; in questo modo si giunge alla determinazione di un patrimonio netto espresso a valori correnti detto "patrimonio netto rettificato".

Il patrimonio netto rettificato K' è il risultato, quindi, di una valutazione al valore corrente di mercato, in ipotesi di continuità di gestione, di tutte le attività debitamente diminuite di tutte le passività.

Tale valutazione si articola generalmente nelle seguenti fasi:

1. identificazione del patrimonio netto contabile (i);
2. accertamento delle eventuali differenze fra il valore corrente ed il valore contabile delle attività e delle passività patrimoniali (ii);
3. applicazione della fiscalità latente sui plusvalori determinati (iii);
4. calcolo del patrimonio netto rettificato (iiii).

La misura del patrimonio netto contabile non solleva generalmente problemi applicativi, in quanto si risolve nel sommare al capitale versato le riserve di natura patrimoniale risultanti in bilancio. Tale importo viene poi integrato dal risultato netto del periodo di riferimento.

Per quanto riguarda, invece, il valore dei componenti immateriali non contabilizzati, nella prassi esistono tre principali categorie di approcci valutativi per gli intangibles, che sono in sostanza delle varianti dei metodi tradizionali (flussi, multipli, empirici, ecc.) capaci di adattarsi maggiormente alla realtà oggetto di valutazione³. Questi possono essere classificati come:

- I. Approccio del costo – si fa riferimento al costo storico oppure al costo di riproduzione. Rientrano in tale approccio i criteri analitici basati sul costo;*
- II. Approccio del risultato differenziale - si attualizzano i redditi differenziali o si stima il costo della perdita. Rientrano in tale approccio i criteri analitici economici;*

³ cfr. S. Pozzoli, Valutazione d'azienda, Milano. Ipsoa, 2024.

III. *Approccio del mercato - si fa riferimento ai metodi più utilizzati per il calcolo del valore del marchio. Rientrano in tale approccio i criteri empirici.*

I “*criteri analitici basati sul costo*” a loro volta si distinguono in “*criterio del valore residuo dei costi sostenuti per ottenere i beni*” e in “*criterio dell’attualizzazione dei costi da sostenere per riprodurre i beni*”, laddove il primo consiste nell’individuazione dei costi sostenuti per l’acquisizione del bene e nella sua successiva espressione a valori correnti, al netto degli ammortamenti, in modo da tenere conto della vita media residua del bene; mentre il secondo consiste nella stima dei costi necessari a riprodurre i beni, e può essere effettuata identificando tutti i costi effettivamente necessari alla riproduzione e quindi, ove si trattasse di stimare il valore del marchio aziendale, si tratta di identificare i costi per tutte le spese pubblicitarie e promozionali sostenute per la diffusione del marchio (spot pubblicitari su media, cartelloni affissi nelle città, iniziative promozionali, ecc.).

I “*criteri analitici economici*” mirano invece all’attualizzazione dei redditi spettanti al possessore dei beni o, in alternativa, delle perdite che si subirebbero in caso di cessione del bene. L’applicazione di questo metodo può essere espressa dalla formula sotto riportata che permette l’attualizzazione dei benefici (intesi come differenza fra ricavi e costi connessi) relativi al bene oggetto di stima.

$$BI = (R - C) an^{-i}$$

dove:

BI = valore dell’intangibile che si vuole stimare

R = ricavi attesi e derivanti dal possesso dell’intangibile (i ricavi che ci si attende di ottenere relativamente allo sfruttamento del marchio)

C = costi di mantenimento dell’intangibile (le spese pubblicitarie da sostenere per evitare un deprezzamento / indebolimento del marchio)

n = numero di anni per cui si prevede di poter sfruttare l’intangibile (il marchio)

i = tasso di interesse per l’attualizzazione

È possibile anche cercare di misurare il decremento dei ricavi, e quindi le perdite, che privarsi del bene comporterebbe, per stimare il costo opportunità che determinerebbe la cessione dell’intangibile (ad esempio il calo delle vendite in seguito alla cessione del proprio marchio). In questo caso si procede ad attualizzare le perdite

presunte:

$$BI = L \text{ an}^{-i}$$

dove:

BI = valore dell'intangibile da stimare

L = sono le perdite che si prevede di dover subire negli anni successivi alla cessione dell'intangibile

n = numero di anni necessari a ricostituire la situazione di mercato ante cessione

i = tasso di interesse per l'attualizzazione

In realtà, sia nel caso degli approcci del costo che di quelli fondati sui flussi, si tratta di metodiche molto teoriche e, soprattutto, estremamente discrezionali, quando non del tutto arbitrarie. Per questa ragione, nella prassi professionale, sono molto più diffusi i metodi empirici.

Tra i “*metodi empirici o di mercato*” vi rientrano, secondo i PIV (III.5.10), il “*criterio delle transazioni comparabili*” ed il “*metodo delle royalties*”.

Il “*criterio delle transazioni comparabili*” determina il valore del bene intangibile sulla base di multipli desunti da transazioni aventi per oggetto beni simili. A causa della eterogeneità dei beni immateriali può essere difficile identificare beni immateriali comparabili. Infatti, è spesso necessario in questi casi procedere a rettificare i multipli per considerare quegli aspetti che appartengono al bene oggetto di transazione e non al bene oggetto di valutazione e viceversa.

Il “*criterio delle royalties*” di mercato di beni comparabili determina il valore del bene sulla base del valore attuale delle royalties riconosciute su beni comparabili.

Questo è il metodo che, a parere di chi scrive, è di regola il più affidabile. In tal caso il valore del marchio o del brevetto è ricavato attualizzando la percentuale di royalties ottenibile dalla concessione degli stessi per un ragionevole numero di anni.

Come è noto sono disponibili servizi quali, *RoyaltySource* (<https://royaltysource.com/>) ed altri, che consentono di avere una indicazione empirica sul tasso da applicare ai fatturati attesi, che andranno poi attualizzati.

Si noti che la dottrina prevalente ritiene che il flusso debba essere sempre calcolato al

netto delle imposte, come meglio verrà spiegato nel prosieguo.

Ai fini della presente perizia di stima si è scelto di adottare un approccio empirico, in particolare il cosiddetto “*criterio delle royalties*”, per far emergere un *intangibile asset*, in particolare un *avviamento*.

Il tasso di royalties può assumere valori molto diversi in funzione del settore merceologico di riferimento, della forza del marchio e del grado di concorrenzialità del settore medesimo.

Il criterio delle royalties si esplica, fondamentalmente, nell’applicazione della seguente formula:

$$W_M = \sum_{t=1}^n \frac{F_t \cdot r}{(1+i)^t}$$

dove:

W_M = valore economico del marchio;

r = percentuale dei flussi di fatturato attesi, attribuibili alla royalty da valutare;

F_t = valore normalizzato dei fatturati attesi;

n = vita utile del bene immateriale;

i = tasso di attualizzazione.

Nel caso di specie, lo scrivente procederà prima alla stima autonoma dell’avviamento (I) con il metodo delle royalties e successivamente alla determinazione del patrimonio netto rettificato (K’). Questo, per comodità di calcolo, giacché il valore “I” rientra nel K’ ed è quindi prodromico alla determinazione del valore economico del ramo d’azienda “*Rifiuti ed igiene ambientale*” della società.

7. IL CRITERIO DELLE ROYALTIES E LA STIMA AUTONOMA DELL’AVVIAMENTO

Si procede, dunque, all’individuazione delle variabili necessarie per il calcolo dell’intangibile asset secondo il criterio delle royalties:

- “n”, ovvero la vita utile da considerare;
- “Ft”, ovvero il fatturato atteso;
- “r”, ovvero il royalty rate;
- “i”, ovvero il tasso di attualizzazione.

Si ritiene ragionevole stimare la vita utile (n) dell’intangibile in 5 anni, non trattandosi propriamente di marchio, ma di avviamento, ovvero di attitudine del ramo d’azienda “Rifiuti ed igiene ambientale” a produrre valore. Si considera prudentiale l’orizzonte temporale 2024-2028 sul quale costruire i fatturati attesi del periodo in esame, tenendo conto che la data di riferimento della perizia è il 30.06.2024, le attualizzazioni verranno operate con riferimento a tale data.

Non potendo utilizzare i valori del piano industriale, si procede alla costruzione del dato di fatturato atteso (Ft) e si ritiene congruo utilizzare, nell’orizzonte temporale scelto, un valore pari al fatturato 2023 del solo servizio “Rifiuti ed igiene ambientale” di euro 6.003.133. Di seguito una tavola di sintesi, estratta dalla nota integrativa al bilancio 2023, dei ricavi delle vendite per area di attività, dalla quale sono stati desunti i valori del fatturato del servizio “Rifiuti ed igiene ambientale”:

Ripartizione dei ricavi (art.2427, n.10)

Tipologia attività	Italia	Totale
Raccolta e trasporto rifiuti solidi urbani	6.003.133	6.003.133
Servizio refezione scolastica	2.702.318	2.702.318
Gestione delle due farmacie comunali	2.465.618	2.465.618

Trasporto scolastico	1.353.065	1.353.065
Trasporto disabili	188.079	188.079
Gestione soste	136.500	136.500
Gestione pubblica illuminazione	854.067	854.067
Gestione stadio Comunale	60.000	60.000
Totale	13.762.780	13.762.780

Pertanto, il fatturato atteso (Ft) nel periodo 2024-2028 si stima pari ad euro 6.003.133.

Per quanto riguarda il valore delle royalties relative al settore dei rifiuti, si è ritenuto opportuno valutare i report redatti e prodotti dalla società Royalty Source.

Interrogando, infatti, il sito web della Royalty Source⁴, si è fatta richiesta di un report che potesse fornire il tasso di royalty specifico del settore dei rifiuti.

La ricerca condotta nell'ambito dell' "Environmental Waste Management Related" da parte della Royalty Source ha prodotto alcuni report sulla base di un campione di aziende, europee e statunitensi, militanti in svariati settori della gestione del rifiuto (dal trattamento e recupero del rifiuto domestico, alla conversione in energia e fertilizzanti del rifiuto industriale, alla bonifica delle acque reflue, ecc.), che hanno portato lo scrivente ad individuare un tasso di royalty giudicato congruo ai fini della presente perizia.

La scelta di rivolgersi ad un operatore internazionale specializzato è funzionale alla necessità di circoscrivere, per quanto possibile, la discrezionalità della scelta del tasso di royalties da applicare, così da evitare di fare un generico riferimento ad una prassi aziendale.

Di seguito una sintesi dei tassi di royalties selezionati tra quelli forniti dalla Royalty Source (in sostanza si sono presi solo quelli relativi al mondo occidentale):

Royalty Rate, % (high range)	Royalty Rate, % (low range)	Royalty Base
5	1	Revenue
5	5	net sales
5	5	sales
2,5	2,5	gross sales
8	8	gross sales
5	5	sales
10	10	gross revenue
5	5	gross revenue
6	6	gross revenue
9	9	gross revenue
5	1	sales
2	2	gross revenue
1	1	sales
5	5	net sales
5	5	gross revenue
5	5	gross revenue
5	5	gross sales
5	5	gross sales
5	5	gross sales
5	5	gross sales

Analizzando i tassi, si è ritenuto opportuno anzitutto non considerare i tassi relativi alla c.d. "high range" e di focalizzarsi prudenzialmente solo su quelli inclusi nel "low range". Ancora, si è deciso di non considerare i tassi di royalties superiori al 5%, tenuto conto anche del fatto che il "Green Book 2023" redatto da Fondazione Utilitatis⁵

⁴ <https://www.royaltysource.com/>

⁵ GREEN BOOK 2023 – Fondazione Utilitatis

identifica un ebit medio per il settore dei rifiuti pari al 5%. Pare, dunque, ragionevole, individuare quale valore di riferimento il valore medio fra i tassi di royalties compresi tra l'1% ed il 5% presenti nel "low range", ottenendo così un **royalty rate del 3,91%**.

Diventa, a questo punto, essenziale individuare il tasso di attualizzazione da utilizzare nella valutazione corrente. Il tasso è, infatti, uno degli elementi fondanti dell'impianto valutativo e dalla sua corretta determinazione dipende ampiamente la qualità dell'output finale e la misura del valore dell'azienda. Tra i precetti chiave per determinare il tasso si ricorda in particolare la coerenza fra tasso e flussi in termini di natura del flusso, nell'ipotesi in cui la valutazione si basi su flussi disponibili per la proprietà aziendale allora si ricorre ad un tasso che esprime unicamente il costo dei mezzi propri, c.d. valutazioni equity side; mentre se la valutazione ha ad oggetto flussi monetari operativi unlevered, c.d. valutazione asset side, si utilizza il tasso nella configurazione del costo medio ponderato del capitale (Wacc), quale sommatoria di due fattori: il costo del capitale proprio ed il costo del capitale di terzi.

Quando si applica il metodo finanziario, i flussi di cassa attesi generati dall'impresa sono scontati al loro valore attuale utilizzando un tasso di rendimento che rifletta il rischio relativo dell'investimento, così come il valore finanziario del tempo. Questo rendimento è un tasso complessivo basato sui tassi di rendimento del capitale proprio e del debito finanziario.

Questo rendimento, noto come *Costo Medio Ponderato del Capitale (Wacc)*, è calcolato ponderando i rendimenti richiesti del debito e del capitale proprio sulla base di una struttura obiettivo del capitale.

La formula generale per il calcolo del Wacc è:

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

dove

Wacc = costo medio ponderato del capitale investito;

K_d (1-t) = costo del capitale di debito dopo le imposte;

D/D+E = valore di mercato del capitale di debito in percentuale rispetto al capitale investito totale (somma di debito e patrimonio netto);

K_e = costo del capitale di rischio;

E/D+E = valore di mercato del capitale di rischio in percentuale rispetto al capitale investito totale.

Secondo la prassi professionale, nella determinazione del tasso si deve tener conto di due fattori:

- I. la remunerazione per il differimento temporale, il c.d. price of time, vale a dire la ricompensa per la rinuncia al consumo nell'immediato di una disponibilità liquida della quale l'investitore si priva per acquisire un'attività;
- II. la remunerazione per il rischio legata alla probabilità di manifestazione o meno del flusso che discende dalla detenzione di una certa attività, cioè il frutto dell'investimento.

Vari sono i modelli e le teorie elaborate dalla comunità finanziaria per attribuire oggettività alla selezione del premio, ma il modello più accreditato che si rinviene nella prassi aziendalistica per la misurazione del costo del capitale netto è il *Capital Asset Pricing Model (CAPM)*.

Infatti, i PIV al punto III.1.44 precisano che *"Ai fini della determinazione del costo dei mezzi propri, è normalmente utilizzato il Capital Asset Pricing Model (CAPM), il quale è basato su ipotesi la cui plausibilità nel caso oggetto di esame deve essere vagliata dall'esperto. L'utilizzo di eventuali correttivi al CAPM, oppure di altri modelli, deve essere segnalato"*.

Nonostante i limiti del CAPM, l'OIV invita comunque a non allontanarsi da questo modello perché tale scelta potrebbe ridurre il grado di oggettività e di dimostrabilità della stima.

Il CAPM, come noto, è funzione di tre fattori legati dalla formula sotto riportata:

- risk free rate (Rf);
- risk premium (Rm - Rf);
- beta (β) coefficiente di rischiosità sistematica non diversificabile

$$R = R_f + \beta X (R_m - R_f)$$

Il modello CAPM consente di trovare il rendimento di un investimento (un'attività) mediante la somma fra il free risk ed un premio di rischio che esprima il rischio non diversificabile. Come si può osservare dalla formula, il premio dipende dalla rischiosità

sistematica dell'azienda oggetto di valutazione la cui misurazione viene affidata al coefficiente beta. Dunque, la formula del CAPM può essere scomposta come segue:

$$R = \boxed{R_f} + \boxed{\beta \times (R_m - R_f)}$$

fattore tempo rischio sistemico

In ogni caso secondo i PIV punto (III.1.45): *“In sede di applicazione del CAPM, l'esperto deve prestare grande attenzione alle tre principali variabili fondamentali: il tasso esente da rischio (il così detto risk free rate), il premio per il rischio di mercato, il coefficiente β appropriato (come indicatore del rischio sistemico) all'azienda o al ramo d'azienda da valutare. L'individuazione di queste grandezze deve essere coerente con il contesto, con il mercato, e con le particolari caratteristiche dell'entità oggetto di stima”*. Il risk free rate, vale a dire la prima componente del CAPM, ovvero quel tasso a cui si aggiunge un premio per il rischio per determinare il rendimento atteso di un investimento rischioso, costituisce il rendimento riconosciuto in un mercato in equilibrio per prestiti considerati non incerti. Questa componente del modello viene associata al rendimento dei titoli di Stato. Quindi l'assunzione del rendimento di un titolo di stato può rappresentare una buona approssimazione del risk free rate, ovviamente se ci stiamo riferendo ad aziende operanti in Paesi in cui lo Stato Sovrano è ragionevolmente solido.

La seconda componente del CAPM, come si è detto, è il premio per il rischio che rappresenta il rendimento richiesto in media dagli investitori per spostarsi dall'investimento privo di rischio (titolo di stato) ad un investimento genericamente definibile quale rischioso (titolo azionario).

Il premio per il rischio rappresenta quindi la differenza tra il rendimento del mercato ed il rendimento di un investimento in titoli privi di rischio (risk free rate). Secondo i PIV *“il premio per il rischio dovrebbe essere una grandezza che l'esperto estrae direttamente tramite un approfondimento in merito agli andamenti di mercato”*. In concreto, nella prassi professionale, si registra la consuetudine di determinare il premio basandosi sull'extrapolazione di dati storici resi disponibili da banche dati come quella della Ibbotson Associates che raccoglie anche informazioni sui rendimenti

di azioni e di titoli di stato a breve e a lungo dal 1926 ad oggi⁶.

L'ultimo elemento da considerare nel modello CAPM è il fattore beta (β) che rappresenta la misura del rischio sistemico da associare al flusso da valutare in relazione alla volatilità del suo rendimento rispetto a quello del mercato⁷. Il coefficiente beta misura la rischiosità specifica della singola azienda o, in subordine, del settore operativo, vale a dire il rischio che l'investitore sopporta investendo in una determinata società anziché nel mercato nel suo complesso.

Il beta è funzione essenzialmente di tre variabili: tipo di attività dell'impresa, intensità della leva operativa, intensità della leva finanziaria⁸. Quanto al settore, un business sensibile alle condizioni di mercato presenta ovviamente un beta maggiore.

Tecnicamente, la stima del coefficiente beta si basa sulla regressione dei rendimenti del titolo oggetto di stima rispetto ai rendimenti del portafoglio di mercato; la difficoltà di determinare il beta è particolarmente evidente per le società non quotate, dove non esiste un coefficiente espresso dal mercato, questo soprattutto in mercati poco sviluppati come quello italiano. Esemplificando, ad un'azienda di minori dimensioni, che non presenta particolari vantaggi competitivi, corrisponde di regola un coefficiente beta più elevato.

Il beta può assumere un valore compreso tra 0 e 2, il beta medio di tutti gli investimenti, ponderato per la capitalizzazione di mercato, nel CAPM è pari a 1.

Dunque, il beta che stimiamo per un'attività dovrebbe misurare il rischio aggiunto da quell'attività ad un portafoglio diversificato. Un'azienda con beta inferiore ad 1 si può considerare esposta in modo modesto al rischio di mercato, diversamente da quella che presenta un coefficiente superiore ad 1.

Alcuni analisti, una volta ottenuto il rendimento atteso, rettificano il risultato per tenere conto dei limiti del modello. Alcuni studi sul CAPM hanno messo in evidenza che esso tende a sottostimare il rendimento atteso per le imprese di minori dimensioni. Di conseguenza, è pratica abbastanza comune aggiungere il cosiddetto small firm premium, così da ottenere il costo del capitale netto per le imprese più piccole. Tale premio è solitamente stimato sulla base dei dati storici ed è

⁶ Una fonte gratuita e molto aggiornata, inoltre, si ritrova nelle pagine web gestite da Aswath Damodaran, professore di Finanza presso la Stern School of Business della New York University ed autore di moltissime pubblicazioni in tema di valutazione aziendale (<http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>). Una sezione del suo "Damodaran on line" è appunto dedicata ad informazioni quantitative di mercato.

⁷ Guida alla Valutazione, Borsa Italiana.

⁸ La stima dei parametri di rischio Aswath Damodaran.

rappresentato dalla differenza del rendimento medio annuo dei titoli a minore capitalizzazione e il resto del mercato nella misura circa dal 3% al 3,5%⁹.

È da subito evidente, alla luce di quanto ora esposto, che la scelta del tasso sia molto discrezionale, nascendo da un mix di componenti tutte parametriche. Pur non potendo astrarsi del tutto da criteri di discrezionalità tecnica che determinano la scelta di un coefficiente di rischio specifico per la singola impresa, si ritiene che sia preferibile, per la neutralità del dato, fare riferimento a quanto contenuto nella deliberazione del 23 gennaio 2024 n.7/2024/R/RIF “OTTEMPERANZA ALLE SENTENZE DEL CONSIGLIO DI STATO, SEZIONE SECONDA, NN. 10548, 10550, 10734, 10775 DEL 2023, IN MATERIA DI REGOLAZIONE TARIFFARIA DEGLI IMPIANTI DI TRATTAMENTO DI RIFIUTI, DI CUI ALLA DELIBERAZIONE DELL’AUTORITÀ 363/2021/R/RIF, E ULTERIORI DISPOSIZIONI ATTUATIVE. L’AUTORITÀ DI REGOLAZIONE PER ENERGIA RETI E AMBIENTE”. Nel documento indicato ARERA delibera all’articolo 2 su “Aggiornamento del tasso di remunerazione ai fini delle predisposizioni tariffarie per il biennio 2024-2025” ed individua, fra gli altri, **il valore del tasso di remunerazione del capitale investito netto $WACC_a$ del servizio integrato di gestione dei rifiuti urbani pari al 6,3%**:

	Servizio integrato di gestione dei rifiuti urbani
$WACC_a$	6,3%
$WACC_{RID,a}$	5,0%
Kd_a^{real}	1,64%

La scelta di un tasso “pubblico”, fermo che anch’esso non è privo di difetti, ci pare comunque rappresentare un elemento di trasparenza necessario giacché è facilmente disponibile a chiunque, ed è, nel caso di specie, quello definito da ARERA e quindi il punto di riferimento nel settore.

Occorre, a questo punto, fare una precisazione prima di procedere al calcolo del valore dell’avviamento. La presente valutazione viene effettuata alla data del 30 giugno 2024; pertanto, il fatturato considerato dovrà essere ricondotto al valore attuale al 30 giugno 2024, il che significa che le attualizzazioni non devono essere effettuate con riferimento all’anno, ma al semestre.

Per procedere in tal senso occorre trasformare il tasso di attualizzazione annuale in un tasso di attualizzazione semestrale utilizzando la formula di conversione in regime

⁹ Cfr. A. Damodaran, Valutazione delle aziende, Maggioli editore, 2014

composto di seguito riportata:

$$i_k = (1 + i)^{1/k} - 1$$

Il tasso di attualizzazione semestrale (Wacc semestrale) utilizzato ai fini della presente perizia è pari a 3,102%:

WACC CICLO INTEGRATO RIFIUTI URBANI - TASSO TARIFFARIO ARERA	6,30%	007-2024-R-rif WACC ARERA			
	WACC	6,30%			
		tasso annuale			
ATTUALIZZAZIONE AL 30/06/2024	2024	2025	2026	2027	2028
Wacc semestrale	3,102%				
coefficiente di attualizzazione	1,0310	1,0960	1,1650	1,2384	1,3164
SEMESTRI	1	3	5	7	9

Sulla base delle grandezze individuate nella sezione corrente, **il valore dell'intangibile asset del ramo d'azienda "Rifiuti ed igiene ambientale" è pari ad euro 1.010.170,28**, come da tabella seguente:

JESISERVIZI		ATTUALIZZAZIONE AL 30/06/2024					
		31/12/2023	2024	2025	2026	2027	2028
Ricavi delle vendite e prestazioni		6.003.133,00	6.003.133,00	6.003.133,00	6.003.133,00	6.003.133,00	6.003.133,00
Royalty rate medio	3,91%						
Fatturati attesi * Royalty rate			234.497,38	234.497,38	234.497,38	234.497,38	234.497,38
Wacc semestrale	3,102%						
semestri			1	3	5	7	9
Coefficiente di attualizzazione			1,0310	1,0960	1,1650	1,2384	1,3164
Attualizzazione "Fatturati attesi * Royalty rate"			227.442,37	213.962,72	201.281,95	189.352,73	178.130,51
Valore Metodo delle Royalties	1.010.170,28						

Tale valore, estremamente prudentiale per quanto riguarda la base di fatturato di partenza, si considera espressione dell'avviamento del ramo d'azienda "Rifiuti ed igiene ambientale" di Jesiservizi Srl e si assume ai fini della presente perizia di stima.

Prima di procedere, si ritiene necessario fare la precisazione a cui si è prima fatto cenno. A proposito dell'effetto paratasse, i PIV (III.5.11) asseriscono che: *"Quando un bene immateriale è fiscalmente ammortizzabile una componente del valore di mercato del bene è rappresentato dal beneficio fiscale dell'ammortamento (Tax Amortization Benefit = TAB):*

$$TAB\ factor = \frac{1}{1 - \sum_{t=1}^N \frac{t \times P_t}{(1+i)^t}}$$

laddove:

n= vita utile residua (fiscale)

i= costo del capitale

t= aliquota deducibilità fiscale dell'ammortamento

pt= percentuale del costo di acquisto del bene deducibile nell'anno "t"

Quando appropriato il TAB può essere sommato al valore identificato sulla base della metodica del reddito. Il TAB può essere sommato al valore identificato sulla base della metodica del costo, quando i costi sono considerati al netto di imposta. Il TAB non deve invece essere sommato al valore identificato sulla base della metodica di mercato, in quanto i prezzi di mercato già includono il TAB".

Nel rispetto dei PIV, dunque, il valore dell'avviamento sopra determinato non tiene conto del TAB. Infatti, il metodo applicato per la determinazione del valore dell'intangibile è un metodo di mercato e, pertanto, come da indicazione dei PIV, si è ritenuto di non applicare il TAB.

Ovviamente questo non esclude che, come faremo, l'emersione di un valore non già espresso in contabilità non determini l'evidenziazione di una plusvalenza che, come tale, deve trovare misurazione dell'impatto fiscale a carico del conferente.

8. IL PATRIMONIO NETTO RETTIFICATO

Avendo già ampiamente descritto il metodo patrimoniale nelle precedenti sezioni, si procede direttamente alla determinazione del patrimonio netto rettificato.

Per quanto riguarda la fattispecie in esame, il patrimonio netto contabile del ramo d'azienda "Rifiuti ed igiene ambientale" alla data del 30.06.2024 è pari ad euro 600.215,01, ovvero alla differenza fra l'attivo di euro 600.215,01 e il passivo che non presenta alcuna voce al 30.06.2024 per il ramo rifiuti.

Sintesi dei dati patrimoniali ed accertamento delle eventuali differenze fra valore

corrente e valore contabile:

ATTIVO

Al 30.06.2024 l'attivo patrimoniale del ramo d'azienda "Rifiuti ed igiene ambientale" risulta composto da attivo immobilizzato per complessivi euro 600.215,01. Tale valore contabile rappresenta tutti i cespiti (incluse le immobilizzazioni in corso e acconti) del ramo d'azienda che verranno conferiti in AnconAmbiente.

In particolare, Jesiservizi conferirà al gestore unico i cespiti utilizzati per espletare il servizio di igiene ambientale e, al di fuori di questi, non verranno cedute ulteriori immobilizzazioni iscritte nel bilancio complessivo della società.

Non conferirà, infatti, le spese su beni di terzi per interventi di ammodernamento ed adeguamento normativo effettuati sulla sede operativa del servizio igiene urbana (Centro Ambiente). In particolare si tratta di lavori autorizzati dal Comune di Jesi con proprie delibere a scomputo del canone di locazione dell'area destinata a sede operativa del Servizio Igiene Urbana e del Centro di raccolta comunale.

Di seguito, nel dettaglio, le immobilizzazioni, che assumono un valore netto contabile di euro 422.002,62, oggetto di conferimento:

Utilizzo Cespiti per Comune	Percentuale competenza settore rifiuti	Cespite Ramo Ambiente (SI/NO)	CATEGORIA	Codice Cespite	Descrizione Cespite	Categoria immobilizzazione Cespite	Anno Acquisto Cespite	Cic,t	FACI,c,2024
Jesi	100%	SI	MACCHINE UFFICIO	3	ATTREZZATURA HARDWARE	cespiti comuni	2005	€ 1.129,00	€ 1.129,00
Jesi	100%	SI	AUTOMEZZI	7	Terna AAN308	Raccolta e trasporto, Spazzamento e lavaggio	2005	€ 24.200,00	€ 24.200,00
Jesi	100%	SI	MACCHINE UFFICIO	4	FOTOCOPIATRICE RICOH	cespiti comuni	2005	€ 2.300,00	€ 2.300,00
Jesi	100%	SI	IMPIANTI SPECIFICI	13	Idropulitrice	cespiti comuni	2005	€ 1.650,00	€ 1.650,00
Jesi	100%	SI	IMPIANTI SPECIFICI	14	Piattaforma elettronica	cespiti comuni	2005	€ 2.150,00	€ 2.150,00
Jesi	100%	SI	MOBILI ARREDI	11	Spogliatoi	cespiti comuni	2005	€ 1.350,00	€ 1.350,00
Jesi	100%	SI	AUTOMEZZI	19	BG131RP	Raccolta e trasporto, Spazzamento e lavaggio	2006	€ 11.000,00	€ 11.000,00
Jesi	100%	SI	AUTOMEZZI	18	BG891RG	Raccolta e trasporto, Spazzamento e lavaggio	2006	€ 15.000,00	€ 15.000,00
Jesi	100%	SI	AUTOMEZZI	17	BZ692FM	Raccolta e trasporto, Spazzamento e lavaggio	2006	€ 20.000,00	€ 20.000,00
Jesi	100%	SI	AUTOMEZZI	39	IVECO AG835ED	Raccolta e trasporto, Spazzamento e lavaggio	2006	€ 5.000,00	€ 5.000,00
Jesi	100%	SI	AUTOMEZZI	37	IVECO EW106NX	Raccolta e trasporto, Spazzamento e lavaggio	2006	€ 10.500,00	€ 10.500,00
Jesi	100%	SI	AUTOMEZZI	22	PIAGGIO AP682AE	Raccolta e trasporto, Spazzamento e lavaggio	2006	€ 1.300,00	€ 1.300,00
Jesi	100%	SI	AUTOMEZZI	20	PIAGGIO AZ998TH	Raccolta e trasporto, Spazzamento e lavaggio	2006	€ 1.500,00	€ 1.500,00
Jesi	100%	SI	IMPIANTI SPECIFICI	47	Containers scarrabili	Raccolta e trasporto, Spazzamento e lavaggio	2007	€ 7.700,00	€ 7.700,00
Jesi	100%	SI	AUTOMEZZI	76	ISUZU DL194SF	Raccolta e trasporto, Spazzamento e lavaggio	2008	€ 50.000,00	€ 50.000,00
Jesi	100%	SI	AUTOMEZZI	97	PIAGGIO APE DC78303	Raccolta e trasporto, Spazzamento e lavaggio	2008	€ 6.666,67	€ 6.666,67
Jesi	100%	SI	IMPIANTI SPECIFICI	98	Compattatore	Raccolta e trasporto, Spazzamento e lavaggio	2008	€ 17.400,00	€ 17.400,00
Jesi	100%	SI	IMPIANTI SPECIFICI	93	Containers scarrabili	Raccolta e trasporto, Spazzamento e lavaggio	2008	€ 8.900,00	€ 8.900,00
Jesi	100%	SI	MOBILI ARREDI	74	Spogliatoi	cespiti comuni	2008	€ 665,00	€ 665,00
Jesi	100%	SI	AUTOMEZZI	102	Compattatore ECOMAC MC16 CON CASSONE	Raccolta e trasporto, Spazzamento e lavaggio	2009	€ 52.000,00	€ 52.000,00
Jesi	100%	SI	IMPIANTI SPECIFICI	122	Costruzione bagno e docce autoriscima Campo Boario	Raccolta e trasporto, Spazzamento e lavaggio	2009	€ 3.502,50	€ 3.502,50
Jesi	100%	SI	AUTOMEZZI	145	APE PIAGGIO DC77246	Raccolta e trasporto, Spazzamento e lavaggio	2010	€ 3.300,00	€ 3.300,00
Jesi	100%	SI	IMPIANTI SPECIFICI	141	Cassonetti	Raccolta e trasporto, Spazzamento e lavaggio	2010	€ 10.079,99	€ 10.079,99
Jesi	100%	SI	IMPIANTI SPECIFICI	139	Cassonetti a pedale	Raccolta e trasporto, Spazzamento e lavaggio	2010	€ 4.740,00	€ 4.740,00
Jesi	100%	SI	IMPIANTI SPECIFICI	140	Topsy classic	Raccolta e trasporto, Spazzamento e lavaggio	2010	€ 1.929,98	€ 1.929,98
Jesi	100%	SI	AUTOMEZZI	160	FIORINO AZ498JH	Raccolta e trasporto, Spazzamento e lavaggio	2011	€ 2.300,00	€ 2.300,00
Jesi	100%	SI	IMPIANTI SPECIFICI	163	Compattatore scarrabile	Raccolta e trasporto, Spazzamento e lavaggio	2011	€ 10.600,00	€ 10.600,00
Jesi	100%	SI	IMPIANTI SPECIFICI	165	Press container	Raccolta e trasporto, Spazzamento e lavaggio	2011	€ 18.600,00	€ 18.600,00
Jesi	100%	SI	AUTOMEZZI	189	Autocabinato DL282CD	Raccolta e trasporto, Spazzamento e lavaggio	2013	€ 2.082,00	€ 2.082,00
Jesi	100%	SI	AUTOMEZZI	190	Autocabinato DL283CD	Raccolta e trasporto, Spazzamento e lavaggio	2013	€ 17.219,00	€ 17.219,00
Jesi	100%	SI	AUTOMEZZI	191	Autocabinato DL496CD	Raccolta e trasporto, Spazzamento e lavaggio	2013	€ 2.088,00	€ 2.088,00
Jesi	100%	SI	AUTOMEZZI	192	Compattatore DL793CD	Raccolta e trasporto, Spazzamento e lavaggio	2013	€ 1.915,40	€ 1.915,40
Jesi	100%	SI	AUTOMEZZI	194	Compattatore DL794CD	Raccolta e trasporto, Spazzamento e lavaggio	2013	€ 10.915,00	€ 10.915,00
Jesi	100%	SI	AUTOMEZZI	193	Compattatore DL795CD	Raccolta e trasporto, Spazzamento e lavaggio	2013	€ 10.915,00	€ 10.915,00
Jesi	100%	SI	AUTOMEZZI	210	Compattatore DM283FD	Raccolta e trasporto, Spazzamento e lavaggio	2013	€ 1.410,00	€ 1.410,00
Jesi	100%	SI	AUTOMEZZI	211	Compattatore DM284FD	Raccolta e trasporto, Spazzamento e lavaggio	2013	€ 1.410,00	€ 1.410,00
Jesi	100%	SI	COSTI BENI TERZI	232	adeguamento impianto acque autolavaggio mezzi	cespiti comuni	2014	€ 1.880,00	€ 1.880,00
Jesi	100%	SI	AUTOMEZZI	230	Automezzo BG891RG	Raccolta e trasporto, Spazzamento e lavaggio	2014	€ 552,00	€ 552,00
Jesi	100%	SI	AUTOMEZZI	229	Automezzo DT364DT	Raccolta e trasporto, Spazzamento e lavaggio	2014	€ 889,00	€ 889,00
Jesi	100%	SI	IMPIANTI SPECIFICI	264	Container scarrabile	Raccolta e trasporto, Spazzamento e lavaggio	2014	€ 4.200,00	€ 4.094,43
Jesi	100%	SI	IMPIANTI SPECIFICI	261	Fornitura e posa in opera cancello	Raccolta e trasporto, Spazzamento e lavaggio	2014	€ 4.000,00	€ 3.899,45
Jesi	100%	SI	IMPIANTI SPECIFICI	262	Impianto elettrico illuminazione esterna	Raccolta e trasporto, Spazzamento e lavaggio	2014	€ 4.000,00	€ 3.899,45
Jesi	100%	SI	IMPIANTI SPECIFICI	255	Interessi del mutuo immobile campo boario	Raccolta e trasporto, Spazzamento e lavaggio	2014	€ 13.400,00	€ 13.063,17
Jesi	100%	SI	AUTOMEZZI	286	Aut. Antinc. AN394726	Raccolta e trasporto, Spazzamento e lavaggio	2015	€ 3.892,00	€ 3.892,00
Jesi	100%	SI	AUTOMEZZI	280	Automezzo DY861KK	Raccolta e trasporto, Spazzamento e lavaggio	2015	€ 33.077,00	€ 33.077,00
Jesi	100%	SI	AUTOMEZZI	257	Demolizione muretti e pavimentazione palazzina Viale Don Minzoni	Raccolta e trasporto, Spazzamento e lavaggio	2015	€ 5.000,00	€ 5.000,00
Jesi	100%	SI	AUTOMEZZI	327	Opel Combo CK040PB	Raccolta e trasporto, Spazzamento e lavaggio	2015	€ 3.433,00	€ 3.433,00
Jesi	100%	SI	AUTOMEZZI	254	Progettazione impianti termici ed elettrici immobile Campo Boario	Raccolta e trasporto, Spazzamento e lavaggio	2015	€ 47.469,00	€ 47.469,00
Jesi	100%	SI	IMPIANTI SPECIFICI	284	Aspiratore	Raccolta e trasporto, Spazzamento e lavaggio	2015	€ 18.000,00	€ 16.195,08
Jesi	100%	SI	IMPIANTI SPECIFICI	336	Impianto sorveglianza	cespiti comuni	2015	€ 3.230,00	€ 2.906,12
Jesi	100%	SI	IMPIANTI SPECIFICI	276	Compattatori scarrabili	Raccolta e trasporto, Spazzamento e lavaggio	2015	€ 29.300,00	€ 26.361,99
Jesi	100%	SI	MACCHINE UFFICIO	273	Marcatempo	cespiti comuni	2015	€ 1.790,00	€ 1.790,00
Jesi	100%	SI	IMPIANTI SPECIFICI	311	Containers scarrabili	Raccolta e trasporto, Spazzamento e lavaggio	2015	€ 7.400,00	€ 6.657,98
Jesi	100%	SI	IMPIANTI SPECIFICI	326	Containers scarrabili	Raccolta e trasporto, Spazzamento e lavaggio	2015	€ 6.800,00	€ 6.118,14
Jesi	100%	SI	AUTOMEZZI	340	Autocarro FA996CV	Raccolta e trasporto, Spazzamento e lavaggio	2016	€ 16.400,00	€ 16.400,00
Jesi	100%	SI	AUTOMEZZI	315	Autocarro PORTER	Raccolta e trasporto, Spazzamento e lavaggio	2016	€ 13.595,00	€ 13.595,00
Jesi	100%	SI	AUTOMEZZI	317	Autocarro ZA901XL	Raccolta e trasporto, Spazzamento e lavaggio	2016	€ 6.417,00	€ 6.417,44
Jesi	100%	SI	AUTOMEZZI	318	Automezzo AG562BG	Raccolta e trasporto, Spazzamento e lavaggio	2016	€ 3.418,00	€ 3.418,00
Jesi	100%	SI	AUTOMEZZI	322	Automezzo DX650RK	Raccolta e trasporto, Spazzamento e lavaggio	2016	€ 11.508,00	€ 11.508,00
Jesi	100%	SI	AUTOMEZZI	313	GLADIATOR FB462LW	Raccolta e trasporto, Spazzamento e lavaggio	2016	€ 16.100,00	€ 16.100,00
Jesi	100%	SI	AUTOMEZZI	308	IVECO EUROTECH FB911EE	Raccolta e trasporto, Spazzamento e lavaggio	2016	€ 14.564,00	€ 14.564,00
Jesi	100%	SI	IMPIANTI SPECIFICI	348	Containers scarrabili	Raccolta e trasporto, Spazzamento e lavaggio	2016	€ 14.800,00	€ 11.835,96
Jesi	100%	SI	AUTOMEZZI	353	Automezzo ZA843XE	Raccolta e trasporto, Spazzamento e lavaggio	2017	€ 38.992,00	€ 38.992,00
Jesi	100%	SI	COSTI BENI TERZI	360	Fornitura piastre in acciaio	cespiti comuni	2017	€ 5.040,00	€ 3.147,58
Jesi	100%	SI	IMPIANTI SPECIFICI	362	Compattatore scarrabile	Raccolta e trasporto, Spazzamento e lavaggio	2017	€ 34.500,00	€ 24.140,57
Jesi	100%	SI	AUTOMEZZI	230	Attrezzatura a corredo BG891RG incremento	Raccolta e trasporto, Spazzamento e lavaggio	2018	€ 6.539,00	€ 5.598,18
Jesi	100%	SI	AUTOMEZZI	19	Autocarro BG131RP INCREMENTO	Raccolta e trasporto, Spazzamento e lavaggio	2018	€ 6.142,53	€ 6.142,53
Jesi	100%	SI	AUTOMEZZI	17	Autocarro BZ692FM INCREMENTO	Raccolta e trasporto, Spazzamento e lavaggio	2018	€ 4.900,00	€ 4.900,00
Jesi	100%	SI	AUTOMEZZI	340	Autocarro FA996CV INCREMENTO	Raccolta e trasporto, Spazzamento e lavaggio	2018	€ 7.861,00	€ 7.861,00
Jesi	100%	SI	AUTOMEZZI	378	Autom. GIOTTI FG863XW	Raccolta e trasporto, Spazzamento e lavaggio	2018	€ 19.950,00	€ 19.950,00
Jesi	100%	SI	AUTOMEZZI	318	Automezzo AG562BG INCREMENTO	Raccolta e trasporto, Spazzamento e lavaggio	2018	€ 2.350,00	€ 2.350,00
Jesi	100%	SI	AUTOMEZZI	385	Compattatore DK621FS	Raccolta e trasporto, Spazzamento e lavaggio	2018	€ 10.916,00	€ 10.916,00
Jesi	100%	SI	AUTOMEZZI	194	Compattatore DL794CD INCREMENTO	Raccolta e trasporto, Spazzamento e lavaggio	2018	€ 5.124,00	€ 5.124,00
Jesi	100%	SI	AUTOMEZZI	193	Compattatore DL795CD INCREMENTO	Raccolta e trasporto, Spazzamento e lavaggio	2018	€ 10.003,00	€ 10.003,00
Jesi	100%	SI	AUTOMEZZI	211	Compattatore DM284FD INCREMENTO	Raccolta e trasporto, Spazzamento e lavaggio	2018	€ 8.416,00	€ 8.416,00
Jesi	100%	SI	IMPIANTI SPECIFICI	391	Defibrillatore	cespiti comuni	2018	€ 1.090,00	€ 653,70

Jesi	100%	SI	IMPIANTI SPECIFICI	386	Containers	Raccolta e trasporto, Spazzamento e lavaggio	2018	€ 3.200,00	€ 1.919,13
Jesi	100%	SI	SOFTWARE	373	Software marcatempo	cespiti comuni	2018	€ 697,00	€ 697,00
Jesi	100%	SI	AUTOMEZZI	190	autocabinato IVECO DL283CD incremento	Raccolta e trasporto, Spazzamento e lavaggio	2019	€ 10.298,00	€ 10.298,00
Jesi	100%	SI	AUTOMEZZI	211	Compattatore DM284FD INCREMENTO	Raccolta e trasporto, Spazzamento e lavaggio	2019	€ 5.510,69	€ 5.510,69
Jesi	100%	SI	AUTOMEZZI	421	eurocarga IVECO CL992KJ	Raccolta e trasporto, Spazzamento e lavaggio	2019	€ 17.332,62	€ 16.461,24
Jesi	100%	SI	AUTOMEZZI	430	Spazzatrice Bucher FZ961BY	Raccolta e trasporto, Spazzamento e lavaggio	2019	€ 39.000,00	€ 37.039,34
Jesi	100%	SI	AUTOMEZZI	427	spazzatrice stradale Bucher AJC077	Raccolta e trasporto, Spazzamento e lavaggio	2019	€ 19.000,00	€ 18.044,81
Jesi	100%	SI	IMPIANTI SPECIFICI	414	Caricatore semovente Solmec (usato)	Raccolta e trasporto, Spazzamento e lavaggio	2019	€ 32.301,11	€ 16.141,73
Jesi	100%	SI	IMPIANTI SPECIFICI	425	Cassone scarrabile matricola CM087819	Raccolta e trasporto, Spazzamento e lavaggio	2019	€ 3.580,00	€ 1.789,02
Jesi	100%	SI	IMPIANTI SPECIFICI	426	Cassone scarrabile matricola CM087919	Raccolta e trasporto, Spazzamento e lavaggio	2019	€ 3.580,00	€ 1.789,02
Jesi	100%	SI	MACCHINE UFFICIO	412	PC Lenovo V530	cespiti comuni	2019	€ 405,00	€ 384,64
Jesi	100%	SI	IMPIANTI SPECIFICI	413	containers scarrabili	Raccolta e trasporto, Spazzamento e lavaggio	2019	€ 1.000,00	€ 499,73
Jesi	100%	SI	IMPIANTI SPECIFICI	420	Ponte radio	cespiti comuni	2019	€ 1.182,00	€ 590,68
Jesi	100%	SI	IMPIANTI SPECIFICI	429	Ecoisola 3 moduli con portellone frontale	Raccolta e trasporto, Spazzamento e lavaggio	2019	€ 18.603,75	€ 9.296,82
Jesi	100%	SI	AUTOMEZZI	190	autocabinato IVECO DL283CD incremento	Raccolta e trasporto, Spazzamento e lavaggio	2020	€ 17.834,24	€ 17.834,24
Jesi	100%	SI	AUTOMEZZI	191	autocabinato IVECO DL496CD incremento	Raccolta e trasporto, Spazzamento e lavaggio	2020	€ 25.599,62	€ 19.365,81
Jesi	100%	SI	AUTOMEZZI	469	autocarro FIAT DA375ET	Raccolta e trasporto, Spazzamento e lavaggio	2020	€ 2.925,65	€ 2.338,93
Jesi	100%	SI	AUTOMEZZI	465	autocarro IVECO DAILY DX826RK	Raccolta e trasporto, Spazzamento e lavaggio	2020	€ 8.980,17	€ 7.179,22
Jesi	100%	SI	AUTOMEZZI	464	autocarro IVECO DAILY EM555GH	Raccolta e trasporto, Spazzamento e lavaggio	2020	€ 10.781,08	€ 8.618,99
Jesi	100%	SI	AUTOMEZZI	308	autocarro IVECO EUROTECH FB911EE INCREMENTO	Raccolta e trasporto, Spazzamento e lavaggio	2020	€ 8.208,00	€ 8.208,00
Jesi	100%	SI	AUTOMEZZI	475	automezzo con gru ragno BP448VE	Raccolta e trasporto, Spazzamento e lavaggio	2020	€ 15.122,26	€ 12.089,54
Jesi	100%	SI	AUTOMEZZI	229	automezzo DT364DT incremento	Raccolta e trasporto, Spazzamento e lavaggio	2020	€ 27.200,00	€ 19.646,95
Jesi	100%	SI	AUTOMEZZI	76	automezzo ISUZU DL194SF incremento	Raccolta e trasporto, Spazzamento e lavaggio	2020	€ 7.609,57	€ 7.609,57
Jesi	100%	SI	AUTOMEZZI	192	compattatore IVECO DL793CD incremento	Raccolta e trasporto, Spazzamento e lavaggio	2020	€ 26.000,00	€ 19.525,53
Jesi	100%	SI	AUTOMEZZI	194	compattatore IVECO DL794CD incremento	Raccolta e trasporto, Spazzamento e lavaggio	2020	€ 22.708,80	€ 21.526,72
Jesi	100%	SI	AUTOMEZZI	193	compattatore IVECO DL795CD incremento	Raccolta e trasporto, Spazzamento e lavaggio	2020	€ 21.156,84	€ 20.777,23
Jesi	100%	SI	AUTOMEZZI	210	compattatore MAC2 DM283FD incremento	Raccolta e trasporto, Spazzamento e lavaggio	2020	€ 26.000,00	€ 19.171,74
Jesi	100%	SI	AUTOMEZZI	211	compattatore MAC2 DM284FD incremento	Raccolta e trasporto, Spazzamento e lavaggio	2020	€ 20.031,33	€ 17.628,67
Jesi	100%	SI	AUTOMEZZI	189	DL 282 CD INCREMENTO	Raccolta e trasporto, Spazzamento e lavaggio	2020	€ 27.486,94	€ 22.569,05
Jesi	100%	SI	AUTOMEZZI	452	furgone R.Master 2500 CV424ZG	Raccolta e trasporto, Spazzamento e lavaggio	2020	€ 3.546,60	€ 2.835,34
Jesi	100%	SI	IMPIANTI SPECIFICI	476	fornitura e posa in opera struttura metallica	cespiti comuni	2020	€ 3.500,00	€ 1.399,04
Jesi	100%	SI	IMPIANTI SPECIFICI	457	installazione impianto centralino	cespiti comuni	2020	€ 2.517,70	€ 1.006,40
Jesi	100%	SI	IMPIANTI SPECIFICI	466	miglioramento impianto trattamento reflui	cespiti comuni	2020	€ 27.673,80	€ 10.970,22
Jesi	100%	SI	MACCHINE UFFICIO	463	notebook HP 250	cespiti comuni	2020	€ 650,00	€ 519,64
Jesi	100%	SI	MOBILI ARREDI	447	SCRIVANIE E CASSETTIERE	cespiti comuni	2020	€ 2.185,00	€ 1.048,08
Jesi	100%	SI	AUTOMEZZI	485	autocarro mercedes targa DL148CD - usato	Raccolta e trasporto, Spazzamento e lavaggio	2021	€ 7.641,96	€ 4.581,00
Jesi	100%	SI	AUTOMEZZI	487	macchina operatrice semovente Benfra targa AAW704	Raccolta e trasporto, Spazzamento e lavaggio	2021	€ 694,66	€ 416,42
Jesi	100%	SI	IMPIANTI SPECIFICI	503	compattatore scarrabile monopala matricola 3715	Raccolta e trasporto, Spazzamento e lavaggio	2021	€ 19.350,00	€ 5.799,71
Jesi	100%	SI	SOFTWARE	482	MICROSOFT OFFICE	cespiti comuni	2021	€ 215,00	€ 215,00
Jesi	100%	SI	MOBILI ARREDI	480	N. 80 ARMADI SPOGLIATOI	cespiti comuni	2021	€ 9.535,68	€ 3.429,71
Jesi	100%	SI	IMPIANTI SPECIFICI	488	motopompa autospaccante ELLEBI targa AC56583	Raccolta e trasporto, Spazzamento e lavaggio	2021	€ 755,66	€ 226,50
Jesi	100%	SI	IMPIANTI SPECIFICI	498	saldatrice multifunzione MGGY 171 stel sinergica	Raccolta e trasporto, Spazzamento e lavaggio	2021	€ 742,50	€ 222,55
Jesi	100%	SI	IMPIANTI SPECIFICI	499	tunnel mobile indipendente INDY	cespiti comuni	2021	€ 6.660,00	€ 1.996,18
Jesi	100%	SI	IMPIANTI SPECIFICI	500	tunnel mobile indipendente INDY	cespiti comuni	2021	€ 6.660,00	€ 1.996,18
Jesi	100%	SI	AUTOMEZZI	543	Autocarro IVECO 120EL22 targa FB218CJ con compattatore	Raccolta e trasporto, Spazzamento e lavaggio	2022	€ 40.042,97	€ 16.995,30
Jesi	100%	SI	IMPIANTI SPECIFICI	539	Carrello elevatore elettrico modello TR1000M	cespiti comuni	2022	€ 550,00	€ 109,85
Jesi	100%	SI	IMPIANTI SPECIFICI	507	Container scarrabile matr. 21C3141 - Bene agevolabile	Raccolta e trasporto, Spazzamento e lavaggio	2022	€ 8.366,00	€ 1.670,91
Jesi	100%	SI	SOFTWARE	531	MICROSOFT OFFICE	cespiti comuni	2022	€ 224,66	€ 187,00
Jesi	100%	SI	MACCHINE UFFICIO	535	PC ASUS - Bene agevolabile	cespiti comuni	2022	€ 651,74	€ 260,34
Jesi	100%	SI	IMPIANTI SPECIFICI	515	Spazzatrice mod. MAXWIND - matricola 132.1509.16	Raccolta e trasporto, Spazzamento e lavaggio	2022	€ 12.000,00	€ 2.396,72
Jesi	100%	SI	IMPIANTI SPECIFICI	511	Tunnel mobile indipendente INDY - Bene agevolabile	cespiti comuni	2022	€ 6.580,00	€ 1.314,20
Jesi	100%	SI	AUTOMEZZI	551	Autocarro FIAT DOBLO' targa FE185NC	Raccolta e trasporto, Spazzamento e lavaggio	2023	€ 13.500,00	€ 2.692,62
Jesi	100%	SI	AUTOMEZZI	565	Spazzatrice usata RENAULT MIDLUM targa GR148BP	Raccolta e trasporto, Spazzamento e lavaggio	2023	€ 37.000,98	€ 7.379,98
Jesi	100%	SI	SOFTWARE	552	MICROSOFT OFFICE	cespiti comuni	2023	€ 277,00	€ 138,23
Jesi	100%	SI	IMPIANTI SPECIFICI	550	Sgabello alluminio completo di parapetto frontale e lat.	cespiti comuni	2023	€ 852,70	€ 85,04
Jesi	100%	SI	SOFTWARE	553	Software rifiuti cloud gestione	cespiti comuni	2023	€ 934,00	€ 466,10
Jesi	100%	SI	IMPIANTI SPECIFICI	577	Asciugamano elettrico super dryer slim	cespiti comuni	2024	€ 589,00	€ 14,64
Jesi	100%	SI	IMPIANTI SPECIFICI	578	Asciugamano elettrico super dryer slim	cespiti comuni	2024	€ 589,00	€ 14,64
Jesi	100%	SI	IMPIANTI SPECIFICI	579	Asciugamano elettrico super dryer slim	cespiti comuni	2024	€ 589,00	€ 14,64
Jesi	100%	SI	AUTOMEZZI	582	Autocarro IVECO con compattatore FB133ET	Raccolta e trasporto, Spazzamento e lavaggio	2024	€ 65.545,67	€ 3.259,38
Jesi	100%	SI	AUTOVETTURE	580	Autovettura Lancia Ypsilon GS250CB	cespiti comuni	2024	€ 15.669,92	€ 974,02
Jesi	100%	SI	AUTOMEZZI	583	Spazzatrice SICAS (usata) AKN755	Raccolta e trasporto, Spazzamento e lavaggio	2024	€ 45.000,00	€ 2.237,70
Jesi	100%	SI	AUTOMEZZI	584	Spazzatrice SICAS Millennium (usata) ALG098	Raccolta e trasporto, Spazzamento e lavaggio	2024	€ 52.000,00	€ 2.585,79
Jesi	100%	SI	COSTI BENI TERZI	477	Demolizione muretti e pavimentazione presso Viale Don Minzoni	cespiti comuni	2024	€ 2.227,50	€ 0,00
Jesi	100%	SI	COSTI BENI TERZI	423	Progettazione impianti termici ed elettrici	cespiti comuni	2024	€ 2.433,60	€ 0,00
								€ 1.432.796,37	€ 1.010.793,75
								€ 422.002,62	

Per quanto riguarda le immobilizzazioni immateriali del ramo d'azienda "Rifiuti ed igiene ambientale" al 30.06.2024 non risulta iscritta alcuna voce. Infatti, per il ramo in esame non esistono immobilizzazioni immateriali né al 31.12.2023, né al 30.06.2024. Di conseguenza, non risulta iscritto nel bilancio infrannuale del ramo d'azienda alcun avviamento; tuttavia, dall'applicazione del criterio delle royalties è emerso un avviamento, ma si tornerà in seguito sull'argomento.

Il valore contabile netto dei beni sopra riportati, escluse le immobilizzazioni in corso e acconti sulle quali si tornerà in seguito, è, dunque, complessivamente pari ad euro 422.002,62. Si precisa che i cespiti descritti sono costituiti da tutti quei beni, oggetto di conferimento, che rilasciano la loro utilità nell'area di attività "Rifiuti ed igiene ambientale".

Per una valutazione del valore c.d. fair delle immobilizzazioni, stante l'obiettivo della valutazione, si è ritenuto opportuno ricorrere ad una valorizzazione che facesse riferimento al Valore Residuo dei cespiti (VRa) stabilito del Metodo Tariffario Rifiuti attualmente vigente (MTR-2 periodo 2022-2025), pur adeguandolo alle necessità del contesto peritale.

Si è richiesta perciò una valorizzazione dei cespiti complessivamente intesi, ovvero materiali ed immateriali, seguendo ove possibile, visto lo scopo, la metodologia di calcolo del Valore Residuo dei cespiti come definito dall'art. 20.2 Allegato A alla deliberazione 3 agosto 2021, 363/2021/R/RIF, integrato e modificato dalla deliberazione 3 agosto 2023, 389/2023/R/RIF, recante "Aggiornamento biennale (2024-2025) del Metodo Tariffario Rifiuti (MTR-2)".

Nello specifico, abbiamo valorizzato tutti i cespiti riconosciuti in tariffa (non solo quelli la cui proprietà è trasferita dal gestore uscente al gestore entrante) alla data di riferimento del 30.06.2024 (ponendo $a=2024$), applicando la seguente formula:

$$VR_a = \sum_c \sum_t [(CI_{c,t} - FA_{CI,c,t}^a) * dfl_t^a] + LIC_a$$

dove:

- $CI_{c,t}$ è il valore di prima iscrizione nei libri contabili dell'anno t , delle immobilizzazioni della categoria di cespiti c , al lordo dei contributi a fondo perduto, (contrariamente da quanto previsto dal metodo);

- *FA2024Cl,c,t* è il valore del fondo di ammortamento alla data di subentro, riferito alle immobilizzazioni appartenenti a ciascuna categoria c e iscritte a patrimonio nell'anno t;
- *dfla2024* è il vettore che esprime il deflatore degli investimenti fissi lordi, con base 1 nell'anno 2024, di cui al comma 13.9 del MTR-2;
- *LIC2024* è il saldo delle immobilizzazioni in corso all'anno 2024, come risultante da fonti contabili obbligatorie.

In particolare, vista la diversa finalità e lo scopo che assume il valore di subentro, rispetto alla logica tariffaria prevista dall'art. 20 del MTR-2 (valore di subentro tra gestore uscente e gestore subentrante) si è provveduto a considerare il valore delle immobilizzazioni al lordo dei contributi a fondo perduto. Come indicato anche in precedenza e diversamente da quanto disposto dall'art. 20.2, non dovendo determinare una tariffa e/o il valore di subentro tra gestore uscente e gestore entrante, bensì individuare un valore corrente degli investimenti delle società coinvolte nell'operazione, non si è seguita la lettera dell'art. 20.2, ove si prevede la decurtazione dai costi storici dei cespiti dei contributi in conto impianto. Infatti, il VR2024 dei cespiti è stato calcolato senza decurtare dalle immobilizzazioni il valore dei contributi in c/impianti, valorizzando, con l'applicazione del metodo indiretto, la quota di competenza dell'esercizio in conto economico tra gli altri ricavi e proventi, e tenendo quindi conto della quota rinviata agli esercizi futuri in stato patrimoniale fra i risconti passivi.

Questo valore, fermo quanto sopra precisato, rappresenta quanto i cespiti restituiranno in termini di ricavi tariffari, ed è quindi molto adatto ad una loro valorizzazione in ipotesi di funzionamento, qual è quella in corso.

Ancora, il valore è stimato al 30 giugno 2024, così da renderlo coerente con gli altri valori di perizia (mentre, quello rilevante ai fini tariffari prende a riferimento, come noto, il valore al 31 dicembre 2022).

Ai fini della presente perizia di stima, si assume il valore dei cespiti "MTR" esclusivamente dell'area di attività "Rifiuti ed igiene ambientale", determinato come sopra descritto e relativo sia alle immobilizzazioni materiali, che alle immobilizzazioni immateriali, pari ad euro 430.802,84 e si assume anche, separatamente, il valore della stima autonoma dell'avviamento emerso con il metodo delle royalties pari ad euro 1.010.170,28.

Come anticipato, però, emergono altri valori netti contabili rispetto alle immobilizzazioni materiali al 30.06.2024, relativi al ramo d'azienda.

In sostanza vengono conferiti altresì dei cespiti acquisiti a partire dall'01.07.2024, per euro 178.212,39. In particolare, trattasi di:

- cespite 589, categoria software "modulo gestionale rifiuti" per un valore di euro 16.100;
- cespite 587, categoria automezzi/autocarri "autocarro Piaggio Porter usato" per un valore di euro 14.426,64;
- cespite 588, categoria automezzi/autocarri "autocarro Piaggio Porter usato" per un valore di euro 15.459,43;
- cespite 592, categoria automezzi/autocarri "autocarro scarrabile usato" per un valore di euro 89.026,32.

Rientrano in tale categoria di immobilizzazioni, anche altri due cespiti in procinto di essere acquistati:

- "rimorchio nuovo scarrabile Bartoletti T29" per un valore di euro 29.500;
- "carrello elevatore usato LINDE" per un valore di euro 13.700.

Questi beni, iscritti nel bilancio 2024, benché acquistati successivamente alla data di perizia, si è ritenuto di farli rientrare nel perimetro del ramo d'azienda analizzato e di commisurarli al proprio valore di acquisto.

Pertanto, si ritiene che il valore di acquisto sostenuto dalla società, che ammonta a complessivi euro 178.212,39, sia da considerare quale valore netto contabile dei beni, che qui classifichiamo quali "immobilizzazioni in corso e acconti", che ai fini della presente relazione di stima verranno assunti al loro valore netto contabile.

A questo punto si dovrebbero andare a valutare a valori correnti tutte le altre voci dell'attivo.

Tuttavia, nel caso di specie si evidenzia che non esistono immobilizzazioni finanziarie, né altri valori contabili, quali crediti e liquidità, iscritti nell'attivo di bilancio al 30.06.2024 del ramo d'azienda. La società, infatti, non conferirà ad AnconAmbiente nessun'altra posta dell'attivo di stato patrimoniale, ad eccezione dei cespiti sopra indicati.

PASSIVO

Al 30.06.2024 il passivo di stato patrimoniale del ramo d'azienda "*Rifiuti ed igiene ambientale*" non risulta composto da alcuna voce e, pertanto, Jesiservizi non conferirà alcuna posta passiva ad AnconAmbiente.

Sulla base dei dati descritti ed analizzati, lo scrivente procede a determinare il patrimonio netto rettificato (K'):

STATO PATRIMONIALE	BILANCIO 31/12/2023	VALORI CONTABILI 30/06/2024 RAMO D'AZIENDA	VALORI DI PERIZIA	RETTIFICHE
Crediti verso soci per versamenti ancora dovuti	-			
Tot. Immobilizzazioni Immateriali	3.982.147,00	-		
1) costi di impianto e di ampliamento	-			
2) costi di sviluppo	-			
3) diritti di brevetto industriale e diritti di utilizzazione delle opere dell'ingegno	-			
4) concessioni, licenze, marchi e diritti simili	11.598,00			
5) avviamento	-	-	1.010.170,28	1.010.170,28
6) immobilizzazioni in corso e acconti	732.641,00			
7) altre	3.237.908,00			
Tot. Immobilizzazioni Materiali	2.200.318,00	178.212,39		
1) terreni e fabbricati	1.477.336,00			
2) impianti e macchinari	188.589,00			
3) attrezzature industriali e commerciali	106.411,00			
4) altri beni	427.982,00			
5) immobilizzazioni in corso e acconti	-	178.212,39	178.212,39	-
Valore totale CESPITI RIFIUTI		422.002,62	430.802,84	8.800,22
Tot. Immobilizzazioni Finanziarie	14.025,00	-	-	
1) partecipazioni in imprese controllate, collegate, controllanti, sottoposte al controllo delle controllanti, altre	14.025,00			
2) crediti verso imprese controllate, collegate, controllanti, sottoposte al controllo delle controllanti, altre	-			
3) altri titoli	-			
4) strumenti finanziari derivati attivi	-			
TOTALE IMMOBILIZZAZIONI	6.196.490,00	600.215,01	1.619.185,51	
Rimanenze	242.737,00			
Crediti verso clienti	1.074.207,00			
Crediti verso imprese controllate	-			
Crediti verso imprese collegate	-			
Crediti verso controllanti	1.767.574,00			
Crediti verso imprese sottoposte al controllo delle controllanti	-			
Crediti tributari	41.573,00			
Imposte anticipate	28.778,00			
Crediti verso altri	44.145,00			
Altri titoli (attività finanziarie che non costituiscono immobilizzazioni)	200.000,00			
Liquidità	1.560.484,00			
Ratei e risconti attivi	45.775,00			
TOTALE ATTIVO CIRCOLANTE	5.005.273,00	-	-	
TOTALE ATTIVO	11.201.763,00	600.215,01	1.619.185,51	1.018.970,50
Fondi per rischi e oneri	50.000,00			
Fondo TFR	1.267.598,00			
Obbligazioni	-			
Debiti verso soci per finanziamenti	-			
Debiti verso banche	5.537.668,00			
Debiti verso altri finanziatori	-			
Debiti verso fornitori e acconti	2.255.719,00			
Debiti rappresentati da titoli di credito	-			
Debiti verso imprese controllate	-			
Debiti verso imprese collegate	-			
Debiti verso controllanti	242.355,00			
Debiti verso imprese sottoposte al controllo delle controllanti	-			
Debiti tributari	80.671,00			
Debiti verso istituti di previdenza e di sicurezza sociale	201.420,00			
Debiti verso altri	473.035,00			
Ratei e risconti passivi	51.043,00			
TOTALE PASSIVO	10.159.509,00	-	-	-
PATRIMONIO NETTO	1.042.254,00	600.215,01	1.619.185,51	1.018.970,50
PN DOPO LE RETTIFICHE				1.619.185,51

A questo punto è necessario considerare la valutazione degli oneri fiscali latenti sul valore delle plusvalenze. La defiscalizzazione è generalmente operata applicando le aliquote fiscali dell'epoca di riferimento, partendo dall'assunto che le stime vadano fatte a valori al netto delle imposte e che il carico fiscale resti a casa del cedente.

In molti casi, però, nella prassi si opta per aliquote ridotte, in considerazione del fatto che il pagamento delle imposte è quanto meno temporalmente successivo al trasferimento della proprietà ed in certi casi può godere di agevolazioni contingenti, quali rivalutazioni monetarie, ecc.

Nel caso di specie, si ritiene di non poter ignorare il c.d. *effetto paratasse* e di dover applicare un'**aliquota fiscale del 24%**, pari all'aliquota ordinaria Ires, al valore delle plusvalenze o rettifiche in aumento realizzate:

DESCRIZIONE	PLUSVALENZE DA RETTIFICHE DI VALORE	
Aliquota fiscale		24,00%
Valorizzazione cespiti MTR (cespiti perimetro)	8.800,22	2.112,05
AVVIAMENTO (criterio delle royalties)	1.010.170,28	242.440,87
		-
		-
		-
		-
TOTALE PLUSVALENZE	1.018.970,50	
ONERI FISCALI POTENZIALI		244.552,92

Una volta determinati gli oneri fiscali potenziali sulle plusvalenze, si determina il patrimonio netto rettificato come indicato nella tavola seguente:

Metodo Patrimoniale Complesso	
Patrimonio netto (valore di bilancio)	600.215,01
Rettifiche in aumento	8.800,22
Rettifiche in diminuzione	
Stima autonoma AVVIAMENTO	1.010.170,28
Oneri fiscali potenziali	244.552,92
Valore economico del capitale: Patrimonio netto rettificato	1.374.632,59

In conclusione, con l'applicazione del metodo patrimoniale complesso, corredato di stima autonoma dell'avviamento di euro 1.010.170,28, si giunge ad un patrimonio netto rettificato rappresentazione del valore economico del ramo d'azienda "*Rifiuti ed igiene ambientale*" di Jesiservizi Srl di euro 1.374.632,59.

9. CONCLUSIONI

Con riferimento al criterio metodologico illustrato in precedenza e alle ipotesi fatte, si è proceduto alla determinazione del valore corrente teorico del capitale economico (W) del ramo d'azienda "*Rifiuti ed igiene ambientale*" di Jesiservizi Srl.

Il valore corrente teorico è stato ottenuto applicando il metodo patrimoniale complesso con stima autonoma dell'avviamento tramite l'applicazione del criterio delle royalties.

Pertanto, sulla base della documentazione disponibile e delle considerazioni e scelte effettuate e descritte in dettaglio nei paragrafi precedenti, lo scrivente incaricato stima che il valore economico del ramo d'azienda "*Rifiuti ed igiene ambientale*" di Jesiservizi Srl sia da considerare pari ad euro 1.374.632,59.

Con quanto sopra esposto il sottoscritto ritiene di aver assolto l'incarico affidatogli in ottemperanza alle disposizioni di legge e ai principi della tecnica professionale, e si resta a disposizione per ogni chiarimento si renda necessario.

Firenze, 19.12.2024

Il perito valutatore

Prof. Stefano Pozzoli

