



**Perizia di stima del valore  
della società Azienda Servizi  
Gestioni Ambientali  
(A.S.G.A) S.p.A. al 31/12/2017**

Dott.ssa Giada Bracchi

asm vigevano e lomellina spa	
PROT. GEN. N°	<u>996</u>
AU	RF
PDA	RCG
CA	RSPP
CT	ASPP
CTG	RQ
RA	ROF
RDG	RUS
UDG	UP
RFG	CED
RD	RPCTI
SD	UIE
RTC	RTLC
RUA	ST
RM	
RO	
RSIT	

Il sottoscritto dott. Giada Bracchi, nata a Vigevano (PV) il 25 Marzo 1973, dottore commercialista con studio in Vigevano (PV), Piazza Vittorio Veneto n. 10, iscritta all'Ordine dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili della Circoscrizione del Tribunale di Pavia al n. 880A dal 11/09/2002, nonché revisore legale iscritto all'apposito Registro al n. 129326 con provvedimento pubblicato in G.U. n. 52 del 25/06/2003, ha ricevuto dalla Società ASM Vigevano e Lomellina SPA l'incarico di eseguire una stima del valore della quota di partecipazione detenuta nella Società Azienda Servizi Gestioni Ambientali S.p.A..

La sottoscritta, in adempimento all'incarico conferito, esaminati gli atti, effettuati gli accertamenti, le ispezioni e le indagini ritenuti necessari, presa visione ed esaminati i dati contabili ed extracontabili relativi alla società in oggetto

#### ESPONE

le risultanze della valutazione peritale – riferita alla data del 31 dicembre 2017 - che, ai fini di una organica esposizione ed illustrazione, viene così suddivisa:

#### CAPITOLO 1:

1.1 NATURA E FINALITA' DELL'INCARICO	Pag. 2
1.2 PROFILO DELLA SOCIETÀ	Pag. 2
1.3 IL SETTORE DI RIFERIMENTO	Pag. 4
1.4 ANALISI FONDAMENTALE	Pag. 4

#### CAPITOLO 2:

2.1 DESCRIZIONE DEI CRITERI DI VALUTAZIONE	Pag. 5
--	--------

#### CAPITOLO 3: SCELTA DEL METODO DI VALUTAZIONE

3.1 LE TRE VISIONI DEL VALORE	Pag. 13
3.2 CONSIDERAZIONI IN MERITO ALL'UTILIZZO DELLE TRE VISIONI DEL VALORE	Pag. 15
3.3 FINALITÀ DELLA STIMA	Pag. 15
3.4 CONSIDERAZIONI SULLA SCELTA DEL METODO DI VALUTAZIONE	Pag. 15
3.5 LA VALUTAZIONE PRINCIPALE	Pag. 16
3.6 LIMITI DEL LAVORO	Pag. 19
3.7 CONCLUSIONI	pag. 19



## CAPITOLO 1

### 1.1 NATURA E FINALITA' DELL'INCARICO

La Società ASM Vigevano Lomellina S.p.A. ha conferito alla sottoscritta l'incarico di procedere alla determinazione del valore del pacchetto azionario di maggioranza, pari al 51% del Capitale Sociale della società Azienda Servizi Gestioni Ambientali S.p.A. (di seguito definita la "Società") con riferimento alla data del 31 dicembre 2017, al fine di acquisire elementi utili per determinare il valore da porre a base della probabile gara di vendita nel cui ambito avverrà la cessione del pacchetto azionario di maggioranza.

La presente valutazione è stata eseguita sulla Società nella sua interezza, e prescindendo dagli attuali assetti proprietari. Solamente dopo aver stimato il valore del capitale economico della Società, il sottoscritto perito ha proceduto alla determinazione del valore del pacchetto di maggioranza corrispondente al 51% del Capitale Sociale.

La finalità del presente lavoro è, pertanto, quella di determinare il valore del pacchetto di maggioranza della Società da porre a base d'asta, definito sulla base di criteri e metodi di valutazione condivisi dalla miglior dottrina professionale e dalla prassi degli operatori finanziari, in vista della sua cessione tramite gara.

### 1.2 PROFILO DELLA SOCIETA'

La Società Azienda Servizi Gestioni Ambientali S.p.A. – con sede in Vigevano (PV), Viale Petrarca n. 68, C.F. e P.I. 02197520188 - (di seguito la Società) è stata costituita in data 21/02/2007 ed è stata iscritta presso il Registro Imprese di Pavia in data 27/02/2007 al n. 02197520188 ed al Repertorio Economico Amministrativo della C.C.I.A.A. di Pavia al n. 253494.

L'Azienda Servizi Gestioni Ambientali S.p.A. è una società costituita per lo sviluppo e la realizzazione di un impianto produttivo di energia rinnovabile alimentato da olio vegetale che, pur avendo ottenuto l'Autorizzazione Unica alla costruzione ed all'esercizio, non è mai stato realizzato.

La Società fu costituita con un Capitale Sociale di Euro 120.000, così suddiviso tra i soci:

SOCI	CAPITALE SOCIALE
ASM VIGEVANO E LOMELLINA S.P.A.	Euro 61.200
ECOEMA SRL	Euro 58.800
<b>Totale capitale Sociale</b>	<b>Euro 120.000</b>



Nel corso degli anni, la Società ha avuto come obiettivo principale quello di portare a termine la costruzione, per la successiva gestione, di una centrale per la produzione di energia elettrica alimentata da olio di palma. Un tipico esempio di

ricorso alle biomasse e ad altre forme di energia da fonti rinnovabili al fine di giovare alle economie locali.

Il Capitale Sociale non è stato mai oggetto di aumenti o riduzioni.

La sede della società è sempre rimasta in Vigevano (PV), Viale Petrarca n. 68 e nel corso del tempo non sono state aperte unità locali.

L'oggetto sociale previsto dallo Statuto consiste nella realizzazione e gestione di sistemi ed impianti alimentati da fonti rinnovabili programmabili, biomasse, nonché apparati energetici anche di cogenerazione sempre alimentati da fonte rinnovabile, per l'approvvigionamento, la produzione, la trasformazione, la cessione e la vendita di energia elettrica da collocarsi sul mercato elettrico secondo la relativa disciplina e nel rispetto delle regole di dispacciamento definite dal gestore, ed infine la cessione e la vendita di vettori termici e frigoriferi a rete.

Alla data del 31/12/2017 non risulta attivo alcun rapporto di lavoro subordinato.

Le attività di back office – amministrazione, controllo di gestione, approvvigionamenti, legale, gestione tecnica e informatica – sono esternalizzate all'attuale Socio ASM Vigevano e Lomellina S.p.A. sulla base di un apposito contratto di servizio.

L'Assemblea dei soci del 27 aprile 2016, ha nominato il seguente Consiglio di Amministrazione così composto:

- 
- ❖ Giacobbe Giorgio Gabriele, nato a Vigevano (PV) il 22/06/1962, C.F. GCBGGG62H22L872X, Presidente;
  - ❖ Vanni Raffaele, nato a Roma (RM) il 17/05/1965, C.F. VNNRFL65E17H501V, Consigliere;
  - ❖ Suvilla Samantha, nata a Vigevano (PV) il 24/01/1970, C.F. SVLSNT70A64L872N, Consigliere;
  - ❖ Dainesi Diletta, nata a Vigevano (PV) il 30/09/1984, C.F. DNSDTT84P70L8720, Consigliere.

L'Organo di controllo della società è costituito da un Collegio Sindacale, al quale è stato affidato anche il controllo legale, che resterà in carica fino all'approvazione del bilancio al 31/12/2018, formato dai Signori:

- ❖ Ferraris Pier Giuseppe, nato a Mortara (PV), il 12/03/1971, C.F. FRRPGS71C12F754V, Presidente;
- ❖ Margara Fabio, nato a Frassinetto Po (AL), il 15/02/1959, C.F. MRGFBAS9B15D780Q, sindaco effettivo;
- ❖ Losa Erica Maria, nata a Mede (PV), il 01/02/1972, C.F. LSORMR72B41F080T, sindaco effettivo.

### 1.3 IL SETTORE DI RIFERIMENTO

L'Italia dal 2009 con la Direttiva sulle Energie Rinnovabili (2009/28 / CE con l'obiettivo obbligatorio del 20% di impiego di energie rinnovabili per l'UE nel 2020) ha promosso l'uso della bioenergia sovvenzionando l'industria energetica e agroindustriale.

Il Piano di azione nazionale per le energie rinnovabili assegna, per il raggiungimento dell'obiettivo vincolante per l'Italia, e cioè produrre con fonti rinnovabili il 17% dei consumi energetici lordi nazionali, un ruolo fondamentale alle biomasse che dovranno fornire nel 2020 quasi la metà dell'energia prodotta da fonti rinnovabili.

I biocarburanti sono prodotti principalmente da alimenti, come colza, palma, soia, girasole. Per la loro coltivazione sono necessarie grandi estensioni di terreno che diventano piantagioni.

Secondo gli studi commissionati dalla UE per raggiungere gli obiettivi della Direttiva 2009/28/CE si è prodotto un cambiamento dell'uso del suolo che ha coinvolto 8,8 milioni di ettari, una superficie più grande dell'Austria. Tra questi 2,1 milioni di ettari (un'estensione più grande della Puglia) impiegati per l'espansione delle piantagioni di palma nel sud est asiatico.

Ed è proprio dal Sudest asiatico, da Indonesia e Malesia che l'Italia importa circa 1,6 mil. ton. di olio di palma all'anno. ENI, il colosso energetico italiano in parte statale, nella sua raffineria di Marghera (VE) utilizza 144.000 tonnellate di olio di palma all'anno per produrre biodiesel.

Nel 2014, 1,3 milioni di tonnellate (82%) di olio di palma sono stati utilizzati per scopi energetici, di questi 0,736 mil. ton. per generare energia elettrica in circa 25 impianti a biomassa liquida. Secondo i dati del 2014 l'olio di palma è con 570.000 tonnellate (47%), la principale materia prima usata per produrre biodiesel, seguita dall'olio di colza (27%).

### 1.4 ANALISI FONDAMENTALE

La Società risulta caratterizzata da una forte patrimonializzazione e da una redditività pressoché nulla.

Di seguito si riepilogano i principali dati relativi al Conto Economico e allo Stato Patrimoniale per gli anni dal 2015, 2016 e 2017 precisando che i dati relativi al 2017 sono provvisori, non avendo ancora gli amministratori elaborato il progetto di bilancio al 31/12/2017.

Tab. 2

STATO PATRIMONIALE	2015	2016	2017
IMMOBILIZZAZIONI	1.038.642	1.061.456	1.043.571
ATTIVO CIRCOLANTE	149.965	149.102	135.806
TOTALE ATTIVO	1.188.607	1.210.558	1.179.377

PATRIMONIO NETTO	85.780	85.133	85.816
TOTALE DEBITI	1.102.827	1.125.425	1.093.561
TOTALE PASSIVO	1.188.607	1.210.558	1.179.377

Seppur nella loro sinteticità, i dati appena riepilogati evidenziano in modo chiaro ed inequivocabile che la società risulta fortemente indebitata tanto da mettere a rischio la propria solidità patrimoniale e finanziaria.

Il bilancio non espone dati di conto economico suscettibili di valutazione né, tantomeno, l'organo amministrativo ha consegnato alla sottoscritta impegni ed accordi intrapresi con terze parti finalizzati alla costruzione dell'impianto né tantomeno vi sono trattative in corso con possibili fornitori o clienti inerenti l'inizio attività della Società.

La Società risulta pertanto inattiva e priva di ogni piano di sviluppo futuro nonostante la relativa autorizzazione abbia ottenuto una proroga sino al 27/02/2019.

L'unico "asset" della Società, peraltro non iscritto in bilancio, risulta essere l'Autorizzazione Unica 01/14 rilasciata dalla Provincia di Pavia il 27/01/2014 relativa alla realizzazione di un impianto per la produzione di biogas e, come già scritto, prorogata al 27/02/2019.

## CAPITOLO 2

### 2.1 DESCRIZIONE DEI CRITERI DI VALUTAZIONE

AI fini della stima del valore economico di un complesso aziendale, la scienza economica ha elaborato diversi metodi di valutazione, di cui i principali e più accreditati vengono esposti sinteticamente al fine di una migliore comprensione dei calcoli e ragionamenti che seguiranno.

A tal riguardo preliminarmente occorre distinguere tra valutazioni assolute, basate su modelli e formule, e valutazioni relative, basate sui moltiplicatori.

Tra le valutazioni assolute si esaminano, in particolare, i seguenti criteri:

- metodi fondati sui flussi (finanziari o reddituali);
- metodi patrimoniali;
- metodi misti patrimoniali/redditali;
- altri metodi

#### • METODI FONDATI SUI FLUSSI

Si tratta di metodi di valutazione che propongono di dare una valutazione all'azienda sulla base dei flussi finanziari, ovvero reddituali, che la medesima sarà in grado di generare. Il valore dell'azienda viene cioè concepito, sul piano quantitativo, come valore attuale dei flussi di dividendi (metodo dei flussi finanziari) ovvero del flusso di reddito medio atteso (metodo dei flussi reddituali) che si presume possano essere realizzati dalla stessa in un determinato arco temporale futuro.



Si tratta di criteri di valutazione astrattamente da preferirsi rispetto ad altri, in quanto teoricamente più rispondenti all'obiettivo di pervenire ad una corretta stima del capitale economico di un'azienda, e ciò soprattutto per valutazioni riguardanti complessi aziendali di medie/grandi dimensioni, dotati di sistemi di contabilità dei costi e di budgeting consolidati e ampiamente testati, sistemi tali cioè da generare informazioni e previsioni sui flussi nel loro complesso attendibili, almeno nel breve/medio periodo.

I procedimenti fondati sui flussi sono quelli, da un punto di vista teorico, ritenuti sicuramente più razionali ed universali.

Quanto alla razionalità degli stessi è facilmente intuibile dalle formule teoriche in cui si concretizzano, che possono essere rappresentate secondo i seguenti modi:

*a) – nell'ottica dell'investitore (ottica "esterna"):*

$$W_0 = \sum d_s v_{t_s} + P_{t_n} v_n$$

$W_0$       valore del capitale economico al tempo zero,

$d_s$       è il dividendo pagato dall'azienda nell'anno s,

$P_{t_n}$       è il prezzo più probabile ricavabile dalla cessione dell'azienda al tempo  $t_n$ ,

$v_s, v_n$       sono i coefficienti di attualizzazione in base ad un tasso i.



Questa formulazione include pertanto nella valutazione (W) tutti i proventi che l'impresa procurerà all'investitore tra il momento  $t_0$  ed il momento  $t_n$  in cui l'azienda sarà rivenduta. Trattasi cioè del valore di qualsivoglia investimento secondo la teoria finanziaria.

*b) – nell'ottica dell'impresa (ottica "Interna"):*

$$W_0 = \sum F_s v_s$$

in cui:

$F_s$       è il flusso atteso per l'anno s, intendendo il "flusso atteso" in senso economico (reddito) ovvero finanziario (flusso di cassa).

Le due formulazioni, peraltro, pur essendo come detto teoricamente indubbiamente le più razionali, sono puramente astratte, e mal si adattano ad applicazioni concrete, in quanto si basano su eventi spesso difficilmente prevedibili nel lungo termine. Esse vengono pertanto, di volta in volta, sostituite con formule più approssimative ma praticabili.

Quanto infine alla universalità, essi trovano ampia diffusione in tutti i Paesi e presso tutte le categorie di esperti interessati (con preferenza dei metodi fondati sui flussi, ed in particolare quelli finanziari, per le merchant bank; prevalenza dei metodi basati sui flussi reddituali per il mondo professionale e le società di revisione, e un

approccio molto più articolato per la cultura accademica, orientata ai flussi finanziari per il mondo anglo-sassone, ed ai flussi reddituali per la cultura germanica. In Italia l'orientamento dominante è per i metodi reddituali, con un peso non trascurabile, però, per il metodo misto patrimoniale-reddituale, anche se la componente patrimoniale tende sempre più a ridimensionare la sua incidenza).

- **IL METODO REDDITUALE**

Il metodo reddituale fonda il proprio presupposto sulla capacità dell'azienda di generare un flusso reddituale riproducibile nel futuro. Il valore del capitale economico ( $W$ ) viene dunque stimato, sul piano quantitativo, come funzione del reddito atteso ( $R$ ).

Per ciò che riguarda l'orizzonte temporale di riferimento, entro il quale si stima che l'azienda sia in grado di produrre reddito, è possibile ricorrere alla durata indefinita. In questo caso, il valore dell'azienda ( $W$ ) equivale al valore attuale di una rendita perpetua di rata costante ( $R$ ), calcolata al tasso ( $i$ ), determinato in base alla seguente formula:

$$\text{Valore attuale della rendita perpetua: } W = R / i$$

La configurazione del reddito ( $R$ ) rilevante ai fini dell'applicazione del metodo in questione è quello *prospettico*, idoneo a riflettere le condizioni di redditività attesa dell'azienda, *medio*, vale a dire che l'impresa è stabilmente in grado di produrre, e *normalizzato*, ossia depurato dalle componenti straordinarie non ripetibili e comunque estranee alla gestione, e in ogni caso determinato sulla base di soluzioni razionali e comunemente accettate dal punto di vista tecnico. Ciò comporta che nella configurazione del reddito ( $R$ ) rilevante debba essere eliminata ogni componente negativa il cui inserimento sia dettato esclusivamente dall'esigenza di ridurre il reddito imponibile ai fini dell'imposizione diretta, ovvero dall'intento di attuare determinate politiche di bilancio.

Il reddito medio normale è calcolato, infatti, con riferimento a condizioni normali di svolgimento della gestione e, in particolare, a condizioni di indebitamento "regolari" e non eccezionali, in assenza di situazioni particolarmente favorevoli o sfavorevoli, con conseguente 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 che gravano, seppur potenzialmente, su di esso, 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 sopportato, qualificandosi anche come *costo del capitale proprio* (*cost of equity c.o.e.*).

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

La maggiorazione del tasso di puro interesse a titolo di premio per il rischio di impresa, è commisurato all'intensità del rischio generale d'impresa gravante sul capitale proprio.

Il metodo reddituale, pur trovando un limite nell'aleatorietà delle stime sulle capacità reddituali dell'impresa, le quali non sono altrettanto riscontrabili quanto le verifiche di valore corrente dei cespiti che compongono il patrimonio sociale, ha acquisito sempre maggior credito e diffusione negli ultimi decenni parallelamente all'affermarsi dei metodi finanziari, più graditi e diffusi nei Paesi anglosassoni.

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

$$W = R_1 (1+i) \cdot i + R_2 (1+i) \cdot 2 + \dots + R_n (1+i) \cdot n$$



Dove  $R_n$  è il reddito atteso all'anno  $n$

#### • **IL METODO FINANZIARIO**

Come già anticipato in precedenza, il metodo finanziario ritiene di valutare il capitale economico dell'azienda come valore attuale dei flussi di cassa attesi (CF) anno per anno, per un certo lasso temporale ( $n$ ) entro il quale è possibile effettuare una previsione analitica del flusso di cassa, maggiorato del valore finale del medesimo compendio aziendale al termine dello stesso periodo, al netto dei debiti finanziari. Le formule su cui si basa il metodo finanziario, nella versione oggi maggiormente utilizzata (l'Unlevered Discounted Cash Flows Analysis), sono le seguenti:

$$W = I - D_a$$

$$\text{dove } I = \sum CF_i \cdot v_i + V_f \cdot v_n$$

con:

- $W$  valore del capitale economico
- $I$  valore dell'investimento netto
- $D_a$  valore attuale dei debiti finanziari (talora sostituito dal loro valore nominale)
- $CF_i$  flussi di cassa attesi anno per anno
- $n$  durata (in termini di anni) del periodo di previsione analitica del flusso di cassa
- $v$  coefficiente di attualizzazione in base al costo medio ponderato del capitale
- $V_f$  valore finale, cioè dell'anno  $n$ , dell'investimento (Terminal Value)

Gli elementi che hanno, come detto soprattutto nel mondo anglosassone, portato ad abbracciare frequentemente il metodo valutativo in esame sono sinteticamente riportati:

- a) il vero obiettivo cui tendono le imprese è la massimizzazione del flusso di cassa positivo, e pertanto il criterio finanziario risulterebbe al riguardo lo strumento di valutazione più efficace e coerente con l'obiettivo di creazione di valore nel lungo termine;
- b) i risultati contabili sono soggetti alle politiche di bilancio, e perciò sono almeno in parte discrezionali: i flussi di cassa sono invece più obiettivi;
- c) quando i flussi di cassa divergono dai flussi reddituali, si è statisticamente riscontrato che le variazioni dei prezzi delle azioni (che rappresentano la valutazione del capitale economico percepita dal mercato finanziario) sono associate ai flussi di cassa.

Non si tace comunque che, a fronte delle critiche al metodo reddituale, si pongono vari argomenti atti a dimostrare invece la superiorità concettuale e soprattutto operativa dei metodi reddituali rispetto a quelli finanziari. Tali argomenti possono essere espressi nei seguenti tre punti:

- a) i metodi reddituali sono in grado di condurre, a certe condizioni, a valutazioni di capitale economico, essendo più facilmente "dimostrabili", e quindi comunicabili e condivisibili da parte di chi ne deve subire gli effetti;
- b) il flusso reddituale è il "vero" risultato nel breve-medio periodo, tanto che, ad esempio, un flusso di cassa positivo può benissimo accompagnarsi ad una perdita in senso economico-contabile;
- c) il metodo reddituale ha indubbiamente ed empiricamente un più alto grado di prevedibilità.

#### • METODI PATRIMONIALI

I metodi patrimoniali, a differenza di quelli fondati sui flussi, si fondono sul principio della valutazione analitica e puntuale dei singoli elementi dell'attivo e del passivo che compongono il capitale economico.

Al riguardo si distinguono in particolare due diverse metodologie valutative:

- a) il metodo patrimoniale semplice, che prevede la pura riespressione a valori correnti degli elementi attivi (beni materiali, crediti, liquidità e, se indicati per cifre modeste e trascurabili, poste contabili non aventi natura materiale quali spese di impianto e costituzione, disaggi di emissione di prestiti obbligazionari ecc.).

Nella pratica i metodi semplici sono di gran lunga i più noti. Essi sono di diffusa applicazione in tutte le categorie di aziende, costituendo, nonostante i loro forti limiti, quantomeno una base rilevante ed insostituibile di informazione ed un utile termine di paragone con risultati ottenuti mediante l'applicazione di altri criteri.

La formulazione più nota al riguardo è

$$W = K$$



Dove:

- $W$  è il valore economico dell'azienda oggetto di stima  
 $K$  è il valore del patrimonio netto rettificato a valori correnti

b) il metodo patrimoniale complesso, che comprende nella valorizzazione una o più beni immateriali.

Le stime patrimoniali complesse, pur nelle critiche rivolte spesso ai metodi patrimoniali in genere per l'eccessiva semplificazione a cui a volte conducono, assumono comunque un notevole rilievo e grado di attendibilità nei casi in cui i criteri di stima degli "Intangibles" (elementi immateriali complessivamente considerati) raggiungono a loro volta un sufficiente grado di attendibilità.

Il concetto indicato è espresso nella seguente formula:

$$W = K + I(1-t)$$

Dove, già indicata la definizione di " $W$ " e " $K$ :

- $I$  valore attribuito ai valori immateriali (o, se vi sono già iscrizioni in bilancio per tali beni, plusvalenze rilevate su di essi)

- $t$  incidenza degli oneri fiscali potenziali (espressi in misura unitaria)

#### • METODI MISTI PATRIMONIALI-REDDITUALI

Trattasi di criteri che fondono i principi essenziali dei metodi reddituali e di quelli patrimoniali. Elemento essenziale dei detti metodi è la ricerca di un risultato conclusivo che consideri contemporaneamente i due aspetti, così da tenere conto dell'elemento di obiettività e verificabilità proprio dell'aspetto patrimoniale, senza peraltro trascurare le attese reddituali, che sono concettualmente e concretamente una componente essenziale del valore del capitale economico.

Il metodo misto, nella sua formulazione più nota e diffusa (classicamente definita "metodo misto con stima autonoma del Goodwill"), mette in evidenza il valore di "avviamento" (o "goodwill"), inteso come attualizzazione della differenza tra il risultato della stima reddituale ( $R$ ) e quello della stima patrimoniale ( $K$ ).

La formula applicativa più conosciuta viene di seguito esposta:

$$W = K + a_n \cdot (R - I'' K)$$

dove:

- $K$  capitale netto rettificato (= risultato della stima patrimoniale, semplice o complessa che sia)

- $R$  reddito medio normale atteso per il futuro

- $n$  numero definito e limitato di anni

- $I'$  tasso di attualizzazione del sovrareddito

- $I''$  tasso di interesse "normale" rispetto all'investimento considerato a fattore di attualizzazione

L'altra formula utilizzata è quella che prevede la capitalizzazione illimitata del reddito differenziale medio, nell'ipotesi che il sovrareddito si produca indefinitamente nel tempo

$$W = K + (R - i^* K) / i^*$$

Questa formula risulta conforme a quella che l'esperienza professionale americana definisce Excess Earning Method.

Nelle aziende in perdita il "goodwill" diviene negativo, ed assume la denominazione di "avviamento negativo" o "badwill".

Il metodo in esame è, nell'esperienza professionale italiana, quello reputato tra i più razionali, e conseguentemente risulta essere tra i più diffusi ed utilizzati nelle stime.

#### • ALTRI METODI

La pratica professionale, soprattutto con riferimento alle società quotate o quotande nei mercati regolamentati, ha recentemente sviluppato altri metodi valutativi particolarmente innovativi, spesso fondati su indicatori di performance, quali: l'EVA (Economic Value Added), che concepisce il valore di una azienda in funzione della sua capacità di realizzare rendimenti sul capitale investito superiori a quelli offerti da altri complessi aziendali con eguale grado di rischio; il REI (Risultato Economico Integrato), che avvicina il valutatore alla logica dell'investitore finanziario, per il quale il risultato economico di un certo anno è dato dalla somma del "beneficio staccato" (cedola) e del "beneficio incorporato" (differenziale di valore di mercato).

Le valutazioni relative sono essenzialmente costituite dalle stime di valore effettuate a mezzo dei multipli.

Il metodo dei moltiplicatori empirici perviene alla valutazione dell'azienda mediante l'applicazione di moltiplicatori su indici riferibili ad aziende similari a quella oggetto di stima (es: P/E = Price Earning, cioè l'utille per azione; P/CF = rapporto prezzo/Cash Flow; P/BV = Price/Book Value, cioè il rapporto tra il prezzo ed il valore contabile ecc.).

I metodi dei moltiplicatori – meglio noti nel mondo anglosassone come Comparables – vengono con sempre maggior frequenza utilizzati dagli analisti finanziari e dalle Merchant Bank per la valutazione delle aziende. Ancorché si tratti di metodi di stima non analitici, profondamente diversi per impostazione e finalità da quelli di stima del capitale economico inteso nel senso tradizionale della cultura accademica italiana, e nonostante il fatto che tali metodi non rispettino nessuno dei requisiti richiesti dalla miglior cultura accademica italiana in tema di valutazioni di aziende, questi metodi si sono largamente affermati nella pratica professionale di tutti gli operatori mondiali che effettuano valutazioni d'azienda e i risultati da loro forniti sono considerati altamente attendibili. I Comparables, definiti concettualmente come "prezzi probabili", non sono altro che prezzi ragionevolmente raggiungibili o negoziabili alla vendita o all'acquisto, dedotti da osservazioni di mercato, con riferimento ad esperienze omogenee e paragonabili. Sotto questa voce sono raggruppati una serie di metodi che affrontano il problema della valutazione dell'impresa da un angolo visuale completamente diverso rispetto ai metodi tradizionali dei valori-flusso e dei

valori-stock. Questi metodi non si basano su formule valutative razionalmente costruite, ma deducono il "valore" direttamente da osservazioni di mercato, basandosi su prezzi fatti nelle negoziazioni borsistiche e di quote di controllo (o comunque di rilievo) dei capitali d'impresa, con tecniche più o meno elaborate. Il risultato cui questi approcci pervengono non può considerarsi una valutazione analitica nel senso tradizionale: essi esprimono i prezzi probabili, negoziabili per una data impresa, alla vendita o all'acquisto, con riferimento ad esperienze omogenee e paragonabili, oppure i prezzi ragionevolmente raggiungibili a certe epoche future (prezzi target).

Le due tecniche più rilevanti a questo fine sono l'approccio delle società comparabili e l'approccio delle transazioni comparabili (nell'insieme talvolta indicati come "metodo dei moltiplicatori").

L'idea che ispira l'approccio delle società comparabili è semplice. Si stima il prezzo più probabile per un'azienda non quotata, prendendo come riferimento un campione di società quotate, operanti nello stesso settore, giudicate omogenee, nel senso che abbiano caratteristiche simili e riflettano aspettative da parte degli operatori di rendimenti analoghi a quelli attesi per l'azienda da valutare, a parità di rischio. Nel caso in cui le attese, i profili di rischio, etc. non coincidano, si devono ritoccare i rapporti espressi dal mercato, così da tenere conto di tali diversità.

L'approccio delle transazioni comparabili, detto anche "di confronto diretto coi prezzi di società comparabili" (Direct Market Data Method), si è nel tempo andato affermando parallelamente al crescere delle informazioni disponibili su transazioni intervenute, grazie alla disponibilità di idonee banche dati. Il fondamento sono appunto le informazioni inerenti a compravendite e fusioni di aziende similari, cioè comparabili. In una prima formulazione la comparazione non avviene attraverso indici o rapporti, ma direttamente avendo riguardo ai prezzi. Tuttavia, accade raramente che, al fine di valutare la società A, si possano assumere i prezzi pagati per le società B, C, D, questo sarebbe possibile se le società fossero non solo comparabili, ma identiche. Da ciò l'esigenza di un minimo di strumentazione concettuale per passare dai prezzi di B, C, D, al valore attribuibile ad A. Il che avviene, anche in questo caso, passando attraverso l'uso dei moltiplicatori.

Per ambedue gli approcci, i multipli sono quasi sempre espressi dal rapporto tra un prezzo ed una misura di performance realizzata da una società in un dato periodo: le tipiche performance considerate nell'esperienza internazionale sono l'utilità netta (E), l'utilità prima di interessi passivi e imposte (EBIT), l'utilità prima di interessi passivi, imposte e ammortamenti su beni materiali e immateriali (EBITDA) e similmente da noi il MOL. Più rari i moltiplicatori che presentano al denominatore grandezze che non esprimono performance: un esempio significativo è il "Book Value" (BV).

Lo strumento concettuale dei prezzi probabili (ovvero la tecnica dei Comparables, secondo l'espressione anglosassone) oltre che rispondere ad alcuni scopi peculiari, legati ad esempio alla previsione degli andamenti sul breve e medio termine delle

quotazioni di specifici titoli, è andato senza dubbio nel tempo assumendo crescente importanza anche per la valutazione delle aziende in generale e non più solamente come metodo di controllo delle valutazioni analitiche basate sui flussi attesi o su altri criteri.

Infatti, nella prassi degli analisti finanziari e delle Merchant ed Investment Bank è ormai sistematico il ricorso ai metodi di comparazione per verificare i risultati delle stime analitiche condotte con i metodi finanziari (Discounted Cash Flow in particolare), al punto tale che frequentemente nasce il sospetto che le stime finali di valore siano decise più dai prezzi probabili che dai metodi finanziari.

Secondo Kaplan e Rubacks sebbene il metodo finanziario analitico del "Discounted Cash Flow" (DCF) esprima risultati attendibili almeno tanto quanto gli approcci basati sulle comparazioni, essi ritengono che le stime basate sulle comparazioni aggiungano forza di spiegazione alle stime basate sul DCF e conseguentemente raccomandano il loro utilizzo al fine di migliorare le stime finali.

A prescindere dalla loro diffusione nella pratica, tuttavia, l'uso dei multipli dovrebbe essere inserito in un processo di valutazione in grado di garantire che:

- Sia individuabile un nesso causale tra quantità aziendale e prezzo;
- Tale nesso sia spiegabile sulla base di una formula di valutazione;
- Il multiplo sia ragionevolmente stabile nel tempo;
- Siano identificabili gli elementi in grado di spiegare le differenze nei multipli tra imprese comparabili.

## CAPITOLO 3: SCELTA DEL METODO DI VALUTAZIONE

### 3.1 LE TRE VISIONI DEL "VALORE"

Nella miglior dottrina accademica italiana si propongono tre fondamentali espressioni del "Valore":

- Il valore economico (o di capitale economico)
- Il valore potenziale puro
- Il valore potenziale di acquisizione

#### Il valore del capitale economico

Il Capitale economico è solamente una delle misure del valore: è quella, precisamente, che sa meglio combinare, ottimizzandole, le caratteristiche giudicate essenziali dalla cultura italiana tradizionale nelle stime analitiche: la razionalità, la dimostrabilità, la neutralità (ed eventualmente la stabilità). Tuttavia, le valutazioni analitiche delle aziende hanno contenuti di razionalità, o possono averli, anche se non si ispirano a misure di capitale economico. Il valore economico di una società è determinato esclusivamente con riferimento a grandezze in atto e a capacità e qualità già dimostrate.

#### Il valore potenziale puro

I metodi di stima basati sull'attualizzazione dei flussi attesi, che sono oggi il fondamento riconosciuto della valutazione delle aziende, non conducono necessariamente a stime di capitale economico, quando siano influenzati da grandezze soltanto potenziali, non ancora possedute dalla società oggetto di valutazione.

Queste stime conducono a valori diversi da quello del capitale economico, che si lega imprescindibilmente a capacità reddituali, finanziarie e patrimoniali già acquisite e per questo dimostrate o dimostrabili.

In mancanza di simili requisiti, le valutazioni basate sui flussi attesi – influenzati da elementi non esistenti o non noti al momento della valutazione - esprimono solo valori potenziali. Valori, peraltro, sulla cui validità concettuale ed operativa, in determinati contesti e per certe finalità, non si discute. Infatti, l'idea di valore potenziale del capitale trova origine nell'osservazione del fatto che due imprese, se pur simili per i risultati che conseguono e per le prospettive reddituali e finanziarie percepibili a breve termine – perciò con valori di Capitale economico molto prossimi – possono presentare capacità e prospettive a lungo termine molto diverse. Ne consegue che il loro valore potenziale (legato ad esempio allo sviluppo prevedibile del settore di appartenenza, alle diverse strategie di penetrazione e di sviluppo, alle attese di variazione dei margini lordi sulle vendite, alle ricerche in corso sui prodotti e processi produttivi, all'avvio di processi di concentrazione aziendale, etc...) può essere anche notevolmente diverso. Tale valore, legato come si è detto ad attese di flussi a medio e lungo termine svincolati sostanzialmente da rapporti coi risultati del passato, appare ovviamente di incerta determinazione ed è legato ai diversi scenari che possono essere assunti per rappresentarne le attese. I metodi finanziari, nelle loro varie versioni, quando si fondano sull'attualizzazione di flussi che si prevedono nel lungo termine (ad esempio, periodi decennali) e sul valore finale dell'impresa all'n° anno, esprimono senza dubbio valori potenziali del capitale. Lo stesso dicasì per i metodi reddituali fondati su attese a lungo termine, con potenzialità ancora da esprimere, non chiaramente e dimostratamente collegate a risultati del passato ed a capacità attuali.

#### Il valore potenziale di acquisizione

Il valore di acquisizione è inteso come il valore soglia oltre il quale, nell'ottica di uno specifico soggetto acquirente, l'acquisizione di un'azienda / società cessa di essere conveniente: è il punto di equilibrio che rende tale soggetto indifferente a concludere o meno la transazione d'acquisto.



### **3.2 CONSIDERAZIONI IN MERITO ALL'UTILIZZO DELLE TRE VISIONI DEL VALORE**

Il valore del capitale economico è il concetto più caro alla dottrina e alla cultura non solo italiana ma mittel-europea in generale. Ne consegue che la pratica professionale italiana e mittel-europea utilizzano in prevalenza i metodi descritti al capitolo precedente che cercano di raggiungere le caratteristiche di razionalità, dimostrabilità e neutralità richieste per la misurazione del capitale economico. In particolare, il ricorso a tali metodi è giudicato obbligatorio dalla pratica professionale quando la stima del valore è prevista dalla legge ed è finalizzata a garantire i terzi e il buon funzionamento del sistema economico e commerciale nel suo complesso. Questo concetto di capitale economico - che pretende di misurare il valore intrinseco dell'azienda prescindendo sostanzialmente dalle sue possibili evoluzioni future e dai fattori esterni quali, ad esempio le logiche di domanda ed offerta – è del tutto sconosciuto al mondo anglosassone.

Il valore potenziale puro ed il valore potenziale di acquisizione sono i concetti di valore a cui l'intero mondo anglosassone fa riferimento per la misurazione del valore delle aziende. Ne consegue che, a livello internazionale, i metodi finanziari - quali il DCF – ed i comparables sono i metodi quotidianamente utilizzati per la valutazione delle aziende, delle strategie di sviluppo, di integrazione e di ristrutturazione (mergers & acquisitions), e delle stime di performance delle aziende stesse.

### **3.3 FINALITA' DELLA STIMA**

Prima di procedere con la scelta del criterio di valutazione da utilizzare, il sottoscritto perito ritiene opportuno ribadire la finalità della presente valutazione. L'incarico ricevuto, infatti, è finalizzato alla determinazione del valore del pacchetto di maggioranza (51%) del Capitale sociale della Società in vista della sua cessione. Pertanto, il perito ritiene che la configurazione di valore più idonea da utilizzare per la corretta evasione dell'incarico ricevuto sia quella del valore potenziale puro della società, senza limitarsi a quella del capitale economico, non essendo la presente perizia di stima finalizzata ad adempiere obblighi di legge posti a tutela della buona fede pubblica, bensì volta ad acclarare il valore, in un'ottica di possibile futuro scambio, delle quote sociali.

### **3.4 CONSIDERAZIONI SULLA SCELTA DEL METODO DI VALUTAZIONE**

Dopo la breve panoramica effettuata sui metodi di più comune utilizzo per la valutazione delle aziende, tenuto conto della finalità della stima in oggetto di cui al punto precedente, il sottoscritto ha ritenuto di procedere all'applicazione, nel caso di specie, del metodo patrimoniale semplice.

Questo metodo è stato preferito rispetto agli altri in quanto la società non ha predisposto piani pluriennali in base ai quali poter individuare i flussi di reddito da utilizzare per l'applicazione di modelli patrimoniali-reddittuali.

Dai colloqui con il management della società, infatti, il sottoscritto perito non ha riscontrato l'esistenza e la predisposizione né di budget né di piani pluriennali di investimento che potessero dimostrare la capacità reddituale della società in un prevedibile futuro. È stata, invece, riscontrata la sussistenza delle seguenti eloquenti incertezze, sintomi presuntivi di una situazione di stallo/difficoltà della Società che fanno pensare al venir meno delle prospettive reddituali dell'impresa.

Nello specifico:

- L'attività dell'azienda in realtà non è mai partita;
- La Società, a distanza di svariati anni dalla costituzione, non ha ancora posto le basi operative per la realizzazione dell'impianto oggetto dell'Autorizzazione Unica;
- Il management non ha fornito informazioni in merito a trattative attive e passive in corso;
- Gli unici valori contabili di riferimento riguardano la consistenza patrimoniale dell'azienda.

Alla luce di quanto sopra, il sottoscritto perito ha ritenuto preferibile orientarsi verso un metodo patrimoniale semplice.



### 3.5 LA VALUTAZIONE PRINCIPALE

Per la stima del capitale economico della Società alla data del 31/12/2017, il sottoscritto perito è partito dai dati contenuti nella situazione patrimoniale della società alla stessa data dalla quale risulta una perdita di esercizio pari ad Euro 16.199.

Con particolare riferimento alle singole poste di bilancio, il sottoscritto perito ha rilevato quanto segue:

#### ATTIVO

##### Immobilizzazioni Immateriali

		VALORE DI BILANCIO	VALORE DI RETTIFICHE	VALORE DI PERIZIA
COSTI DI AMPLIAMENTO	IMPIANTO E	17.885	-17.885	0

La voce comprende solo ed esclusivamente i costi sostenuti per la costituzione della Società che, vista l'inattività protratta, il sottoscritto Perito ritiene prudenzialmente di valorizzare a zero.

	VALORE DI BILANCIO	RETTIFICHE	VALORE DI PERIZIA
IMMOBILIZZAZIONI MATERIALI IN CORSO	1.043.571	-854.983	188.588

La voce esposta in bilancio comprende principalmente tutti i costi sostenuti a partire dall'esercizio 2007 per servizi resi da fornitori vari relativamente ad indagini geotermiche nonché a servizi di Ingegneria e di progettazione. La voce di bilancio comprende inoltre la capitalizzazione degli interessi passivi pagati nel corso degli anni e legati al finanziamento acceso dalla Società e tutt'ora in essere. Rientrano in tale voce, infine, gli acconti erogati a privati vari a titolo di indennizzo per l'esproprio di alcuni terreni situati nella zona denominata Cascina Cavalli. Pratiche, queste ultime, mai formalizzate tramite regolare atto di cessione in vendita e pertanto rimaste in sospeso.

Il sottoscritto perito ritiene prudentiale effettuare una rettifica in diminuzione della posta di bilancio poiché:

- Seppur il principio contabile OIC 16 ammetta la possibilità di effettuare capitalizzazioni relative ad oneri finanziari sostenuti per la fabbricazione di immobilizzazioni materiali, lo stesso afferma che l'arco temporale di riferimento risulta essere quello strettamente necessario alle attività tecniche volte a rendere il bene utilizzabile. Se il periodo di costruzione si prolunga a causa di inefficienze o altre cause estranee all'attività di costruzione (e questo sembra essere il caso in esame), gli oneri finanziari relativi al maggior tempo sono considerati come costi del periodo in cui sono sostenuti. In sostanza la capitalizzazione degli oneri finanziari deve essere sospesa durante i periodi, non brevi, nei quali la costruzione del bene è interrotta. Nel caso di specie la costruzione del bene non è mai stata avviata.
- Fattori oggettivi, come il notevole lasso di tempo trascorso dalla costituzione della Società e dall'ottenimento dell'Autorizzazione unica, nonché l'evoluzione del mercato di riferimento, inducono lo scrivente perito a rettificare in via prudentiale anche la capitalizzazione dei costi per i servizi imputati nella voce in esame.

#### Crediti Tributari

	VALORE DI BILANCIO	RETTIFICHE	VALORE DI PERIZIA
CREDITI TRIBUTARI	98.827	0	98.827

La voce è sostanzialmente composta dal credito IVA scaturente dalla relativa dichiarazione.

#### Depositi bancari

	VALORE DI BILANCIO	RETTIFICHE	VALORE DI PERIZIA
<b>DEPOSITI BANCARI</b>	36.979	0	36.979

Il saldo rappresenta le disponibilità liquide alla data del 31/12/2017.

## PASSIVO

### Debiti

DEBITI	VALORE DI BILANCIO	RETTIFICHE	VALORE DI PERIZIA
Debiti verso banche	662.029	0	662.029
Debiti verso fornitori	141.779	0	141.779
Debiti verso imprese collegate	42.470	0	42.470
Debiti verso controllante	232.549	0	232.549
Debiti verso altri	14.635	0	14.635
<b>Totale Debiti</b>	<b>1.093.462</b>	<b>0</b>	<b>1.093.462</b>



La voce debiti, sopra dettagliata, è rappresentata da passività di natura determinata ed esistenza certa.

Vista l'assenza di operatività e la mancanza di piani e programmi aziendali che permettano di calcolare i flussi di cassa attesi relativi all'investimento in essere (finanziamento), il sottoscritto perito ha ritenuto più opportuno valutare i debiti societari al loro valore nominale passando a logiche di valutazione dei singoli elementi patrimoniali non più sottostanti ai caratteri di strumentalità e complementarietà che connotano il complesso aziendale in funzionamento.

Alla luce delle rettifiche di valutazione sopra dettagliate, il Patrimonio netto rettificato della Società risulta quindi essere il seguente:

<b>PATRIMONIO NETTO RETTIFICATO</b>	
Patrimonio netto contabile al 31/12/2017	85.816
+ rettifiche positive	0
- rettifiche negative	- 872.868
<b>Patrimonio netto rettificato</b>	<b>- 787.052</b>



### 3.6 LIMITI DEL LAVORO

In considerazione del fatto che "ASGA spa" non dispone di budget dettagliati ed attendibili per i prossimi esercizi, né tantomeno di dati storici reddituali su cui basare l'analisi non è stato possibile stimare il reddito medio atteso della società. L'analisi non ha riguardato l'individuazione o la quantificazione di eventuali passività potenziali (o di minori attività attese) e nulla è stato comunicato al riguardo da parte del management della Società.

Il presente parere è formulato alla luce degli elementi di previsione ragionevolmente ipotizzabili e, pertanto, non tiene conto della possibilità del verificarsi di eventi di natura straordinaria e non prevedibile (nuove normative di settore, variazioni della normativa, catastrofi naturali, sociali e politiche, nazionalizzazioni, etc.).

L'incarico non prevede lo svolgimento di procedure di revisione contabile sui bilanci della Società, né verifiche o accertamenti circa l'eventuale sussistenza di passività di natura legale, fiscale, contrattuale, previdenziale o connesse a problematiche di tipo ambientale.

Il lavoro svolto si è basato su dati e informazioni storiche e prospettive fornite dal personale della Società. Non è stata svolta alcuna verifica indipendente, o controlli di altro tipo, sui dati e sulle informazioni ottenute e, pertanto, non si esprime alcuna opinione o altra forma di giudizio sulla loro accuratezza, correttezza o completezza.

I dati e le informazioni fornite rimangono di esclusiva pertinenza e responsabilità del management della Società.

### 3.7 CONCLUSIONI

In conclusione, alla luce dell'analisi eseguita sulla società, tenuto conto dei colloqui con il management, preso atto delle ipotesi e delle valutazioni espresse nella presente relazione di stima è opinione del sottoscritto perito che il patrimonio netto rettificato negativo leda la ragionevole aspettativa che la Società possa continuare la sua esistenza operativa per un prevedibile futuro.

In considerazione della peculiarità della Società e del settore di riferimento, visto anche l'oggetto dell'incarico conferito al sottoscritto perito, si ritiene comunque opportuno determinare il prezzo di mercato della suddetta Società intendendo per quest'ultimo il solo subentro da parte di un potenziale acquirente nel rimborso del finanziamento in essere (acollo).

Vigevano, 26 Marzo 2018



  
Giada Bracchi



Cronologico 650 /2018



**TRIBUNALE DI PAVIA**  
Cancelleria Volontaria Giurisdizione

**VERBALE DI ASSEVERAZIONE DI PERIZIA**  
(art. 5 R.D. 9 ottobre 1922 n. 1366)

L'anno 2018, il giorno 29 del mese di marzo in Pavia davanti al sottoscritto

Cancelliere è comparso/a BRACCI GIADA, nato/a a

VIGEVANO (PV) il 25/3/73, residente a VIGEVANO (PV)

Via RISORGIMENTO n.11, Identificato con documento

CARTA IDENTITÀ A09020668 rilasciato il 27/8/2009, da

COMUNE DI VIGEVANO

il quale ha presentato la perizia che precede, chiedendo di asseverarla con giuramento.

Il/La richiedente, ammonito/a ai sensi dell'art.483 c.p.<sup>(1)</sup> presta giuramento ripetendo la formula che segue:

"Giuro di avere svolto l'incarico affidatomi bene e fedelmente al solo scopo di far conoscere la verità".

Letto, confermato e sottoscritto

IL PERITO

Giada Bracci



IL CANCELLIERE

Il Funzionario Giudicante  
Nancy Fanny SILVA

**Nota bene:** L'Ufficio non assume alcuna responsabilità per quanto riguarda la veridicità ed il contenuto della perizia asseverata con il giuramento di cui sopra.

<sup>(1)</sup> Art. 483 c.p. "falsità ideologica commessa dal privato in atto pubblico".