

### 3.3 I BILANCI STORICI

Nelle tabelle successive viene proposta la riclassificazione economica, patrimoniale e finanziaria dei bilanci relativi agli esercizi 2014, 2015 e al periodo 1/1/2016-30/6/2016 (bilancio infrannuale al 30 giugno 2016). L'analisi di tali bilanci verrà effettuata nel paragrafo 3.4.

Sui risultati d'esercizio sono state calcolate Ires e Irap nella misura ordinaria.

Conto economico							
C.E.	ANNI	31/12/2014		31/12/2015		30/06/2016	
		€	%	€	%	€	%
<b>Ricavi operativi netti</b>		<b>14.030.037</b>	<b>100%</b>	<b>14.699.006</b>	<b>100%</b>	<b>6.681.702</b>	<b>100%</b>
Var. Rim. Prodotti e Semil.		0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
Acquisti Prodotto finito		260.9370	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
Lavori in Economia		0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
<b>Valore della Produzione</b>		<b>14.030.037</b>	<b>100%</b>	<b>14.699.006</b>	<b>100%</b>	<b>6.681.702</b>	<b>100%</b>
Var. Rim. Merci/Mat. Prime		0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
Acquisti Merci/Mat. Prime		375.328	2,67%	345.516	2,35%	294.901	4,41%
Costi vari per Servizi		8.636.542	61,55%	9.011.485	61,30%	3.634.538	54,39%
Lavorazioni Esterne		0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
<b>Valore Aggiunto</b>		<b>5.018.167</b>	<b>35%</b>	<b>5.342.005</b>	<b>36%</b>	<b>2.752.263</b>	<b>41%</b>
Costo lavoro		3.966.749	28,27%	4.111.334	27,97%	1.915.381	28,66%
<b>M.O.L.</b>		<b>1.051.418</b>	<b>7%</b>	<b>1.230.671</b>	<b>8%</b>	<b>836.882</b>	<b>12%</b>
Ammortamenti materiali		141.860	1,01%	127.501	0,86%	71.561	1,07%
Ammortamenti immateriali		67.790	0,48%	78.614	0,53%	38.439	0,57%
Accantonamenti		237.778	1,69%	192.940	1,31%	85.000	1,27%
<b>Risultato Operativo</b>		<b>603.990</b>	<b>4%</b>	<b>831.616</b>	<b>5%</b>	<b>641.882</b>	<b>9%</b>
Oneri Finanziari		214.579	1,52%	152.228	1,03%	60.323	0,90%
Proventi Finanziari		75.146	0,53%	44.671	0,30%	530	-793,21%
Gestione Straordinaria		-78.209	-0,55%	-22.373	-0,15%	-4.278	-0,06%
Gestione non operativa		56.454	0,40%	0	0,00%	22.118	0,33%
Imposte		370.152	2,63%	276.980	1,88%	284.595	4,25%
<b>Risultato Netto</b>		<b>72.650</b>	<b>0,52%</b>	<b>424.706</b>	<b>2%</b>	<b>315.334</b>	<b>4%</b>

Stato Patrimoniale						
ANNI	21/12/2014		31/12/2015		30/06/2016	
S.P.	€	%	€	%	€	%
Liquidità Finanziarie	1.387.602	11,98%	1.169.863	9,45%	864.770	6,17%
Clienti e Crediti diversi	9.145.920	79,02%	10.035.313	81,10%	11.995.276	85,67%
Risconti attivi	61.141	0,52%	36.998	0,29%	79.468	0,56%
Magazzino	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
<b>ATTIVO CORRENTE</b>	<b>10.594.663</b>	<b>91,54%</b>	<b>11.242.174</b>	<b>90,85%</b>	<b>12.939.514</b>	<b>92,41%</b>
Immobil. Materiali	504.526	4,35%	697.167	5,63%	637.488	4,55%
Fondi Ammortamento	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
Immobil. Immateriali	473.854	4,09%	434.571	3,51%	423.969	3,02%
Immobil. Finanziarie	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
<b>ATTIVO FISSO</b>	<b>978.380</b>	<b>8,45%</b>	<b>1.131.738</b>	<b>9,14%</b>	<b>1.061.457</b>	<b>7,58%</b>
<b>CAPITALE INVESTITO</b>	<b>11.573.043</b>	<b>100%</b>	<b>12.373.912</b>	<b>100%</b>	<b>14.000.971</b>	<b>100%</b>
Debiti finanz. a breve	2.300.778	19,88%	2.555.807	20,65%	2.861.250	20,43%
Fornitori e Debiti div.	7.252.346	62,66%	7.283.110	58,85%	8.331.047	59,50%
<b>PASSIVO CORRENTE</b>	<b>9.553.124</b>	<b>82,54%</b>	<b>9.838.917</b>	<b>79,51%</b>	<b>11.192.297</b>	<b>79,93%</b>
Debiti Finanziari a ML	202.104	1,74%	39.754	0,32%	39.754	0,28%
Altri debiti a ML	524.314	4,53%	773.469	6,25%	731.814	5,22%
<b>PASSIVO CONSOLIDATO</b>	<b>726.418</b>	<b>6,27%</b>	<b>813.223</b>	<b>6,57%</b>	<b>771.568</b>	<b>5,51%</b>
<b>MEZZI PROPRI</b>	<b>1.293.501</b>	<b>11,17%</b>	<b>1.721.772</b>	<b>13,91%</b>	<b>2.037.106</b>	<b>14,54%</b>
<b>TOTALE FONTI</b>	<b>11.573.043</b>	<b>100%</b>	<b>12.373.912</b>	<b>100%</b>	<b>14.000.971</b>	<b>100%</b>



### 3.4 L'ANALISI DEI BILANCI

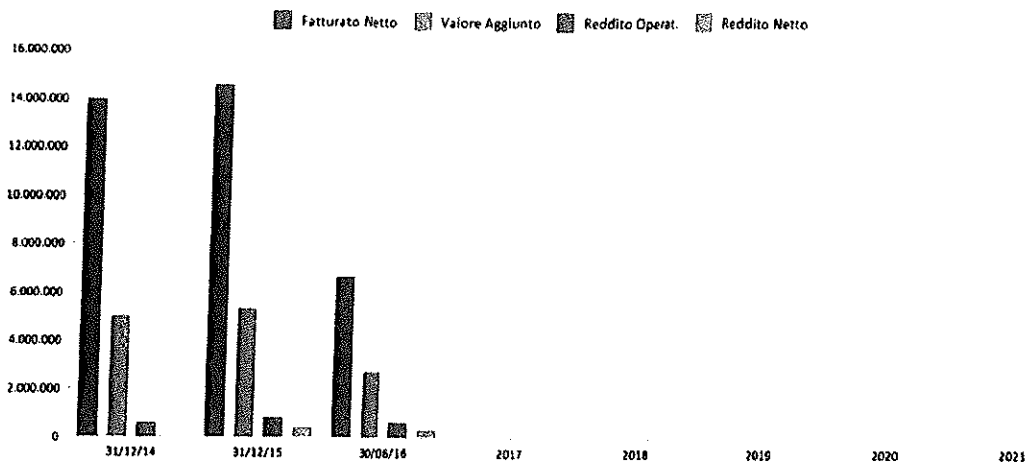
#### ANALISI ECONOMICA

Nelle tabelle successive vengono evidenziati i principali indici economici di bilancio.

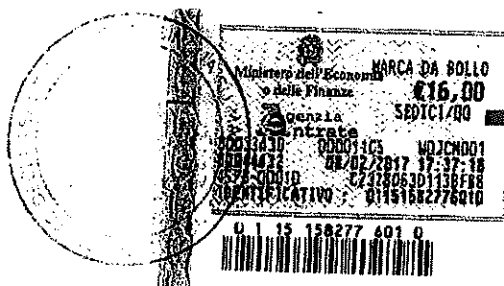
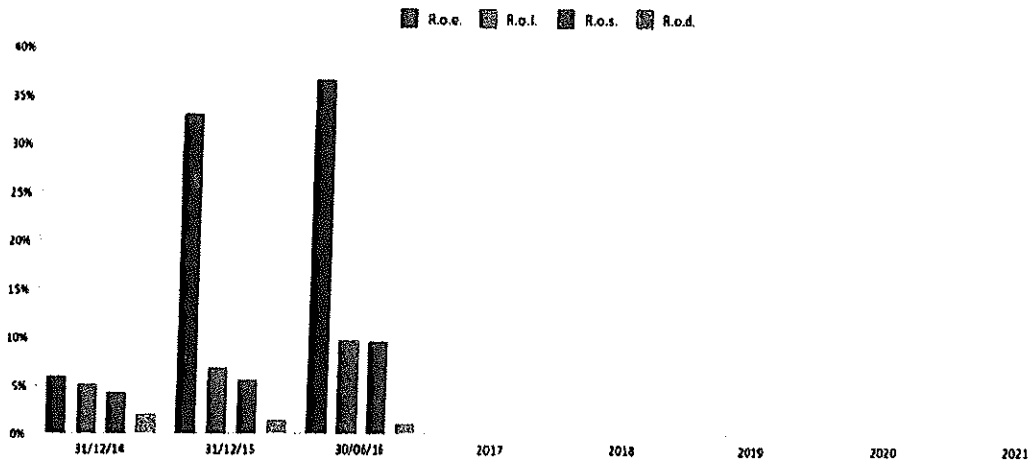
INDICI	ANNI	31/12/14	31/12/15	30/06/16	
<b>Reddito Netto</b>		€72.650	€424.706	€315.334	↑
<b>Saggio Redditività netta</b> Reddito N./Fatturato N.		0,52%	2,91%	4,73%	↑
<b>ROE (return on equity)</b> Reddito Netto/Mezzi Propri		5,95%	33,10%	36,62%	↑
<b>Reddito Operativo</b>		€603.990	€831.616	€641.882	↓
<b>ROI (return on investment)</b> Reddito Oper./Cap. Inv.		5,21%	6,94%	9,73%	↓
<b>ROS (return on sales)</b> Reddito Operat./Fatturato		4,30%	5,65%	9,60%	↔
<b>Turnover Cap. Investito</b> Fatturato/Capitale Investito		1,21	1,22	1,01	↔
<b>ROD (return on debts)</b> Oneri Finanz./Capitale Terzi		2,08%	1,42%	1,00%	↔
<b>Oneri Finanz.N./Fatturato N.</b>		0,99%	0,73%	0,89%	↑
<b>Incidenza Consumi su Fatturato</b>		2,69%	2,37%	4,42%	↑
<b>Incidi. Costo lavoro/Fatturato</b>		28,27%	27,97%	28,66%	↔
<b>Incidi. Costo lavoro/Valore Agg.</b>		79,04%	76,96%	69,59%	↓
<b>Fatturato per addetto</b>		€122.991	€123.969	€121.707	↔
<b>Valore Aggiunto per addetto</b>		€44.277	€45.476	€50.292	↔

R.O.E.	ROS	TURNOVER	LEVERAGE	GEST. STR. -FIN.	GEST. FISC.
	<b>RO</b> Fatturato	<b>Fatturato</b> Cap. Inv.	<b>Cap. Inv</b> Cap. Netto	<b>Ris. Lordo</b> RO	<b>RN</b> Ris. Lordo
31/12/14= 5,95%	4,30%	1,21	8	0,73	0,16
31/12/15= 33,10%	5,65%	1,22	7,18	0,84	0,60
30/06/16= 36,62%	9,60%	1,01	6,87	0,93	0,52

### Trend pluriennale degli aggregati economici

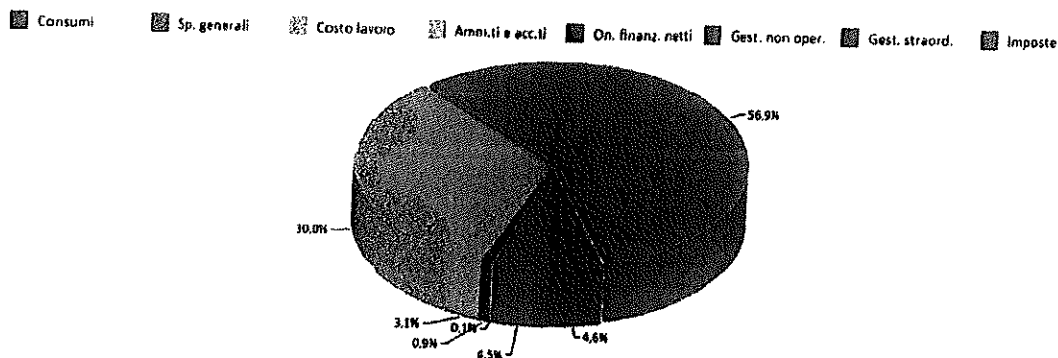


### Trend pluriennale degli indicatori economici



*[Handwritten signature]*

30/06/16  
Struttura costi d'esercizio



#### ANALISI PATRIMONIALE E FINANZIARIA

Lo scopo della presente analisi è quello di segnalare se sussistono le condizioni fondamentali di equilibrio patrimoniale e finanziario dell'impresa:

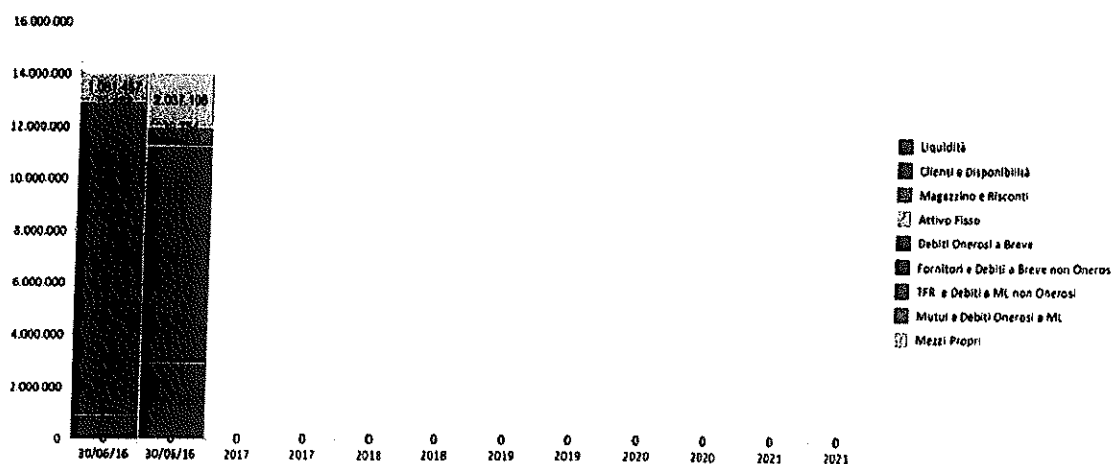
- l'omogeneità tra la natura del capitale investito e quella delle fonti di finanziamento utilizzate;
- l'esistenza di equilibrio tra l'entità del capitale netto e quella dei capitali di terzi;
- un equilibrato rapporto tra capitale di terzi oneroso e non oneroso.

L'analisi finanziaria mira ad accertare in che misura la combinazione impieghi-fonti è in grado di produrre flussi monetari equilibrati, tali, cioè, da consentire di far fronte in ogni momento agli impegni di uscita che la gestione richiede.

Nelle tabelle successive vengono evidenziati i principali indici di bilancio patrimoniali e finanziari.

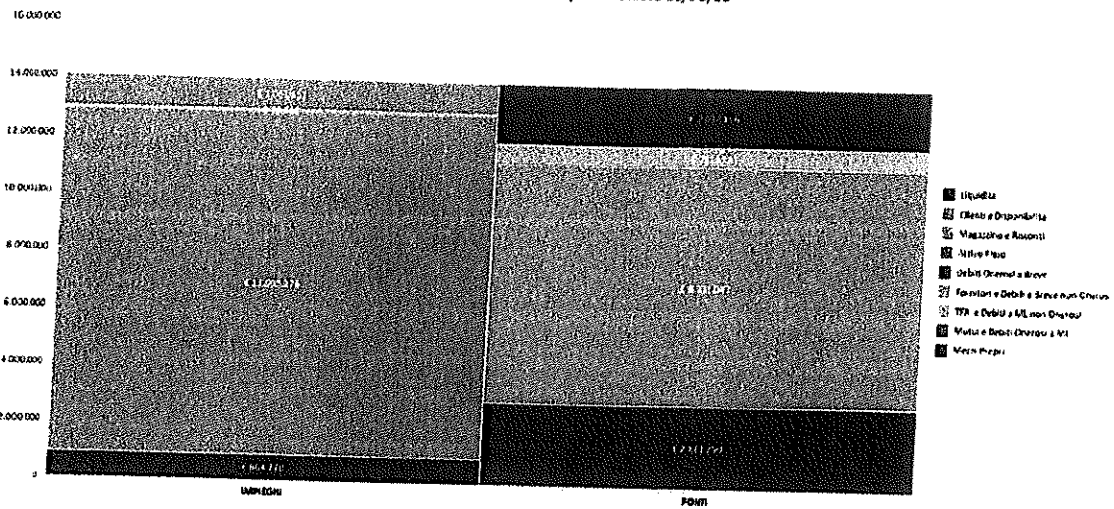
INDICI	ANNI 31/12/2014	31/12/2015	30/06/2016	
<b>I. Complessivo copert. Immobil.</b>				
Fonti permanti/Attivo Immobilizz.	2,06	2,23	2,64	↑
<b>I. Autocopertura Immobilizzaz.</b>				
Mezzi propri/Attivo Immobilizzato	1,32	1,52	1,91	↑
<b>Debt Equity ratio</b>				
Capitale di terzi/Mezzi propri	7,94	6,18	5,87	↓
<b>Rapporto Indebitam. Oner.</b>				
Indeb. Finanz.N./Mezzi propri	0,86	0,82	0,99	↓
<b>Current ratio</b>				
Attivo Circol./Passivo Circol.	1,10	1,14	1,15	↑
<b>Quick ratio</b>				
(Liq.Immed.+Liq. Diff.)/Pass.Circol.	1,10	1,13	1,14	↔
<b>Indice di Altman</b>				
	4,34	4,72	5,01	↔
<b>Cash flow</b>				
	282.300	630.821	425.334	↓
<b>Indebit. Finanz.N.</b>				
	1.115.280	1.425.698	2.036.234	↔
<b>Cash Flow / I.F.N.</b>				
	0,25	0,44	0,41	↓
<b>Fatturato N./I.F.N.</b>				
	0,07	0,09	0,15	↔

#### Analisi pluriennale della Struttura patrimoniale

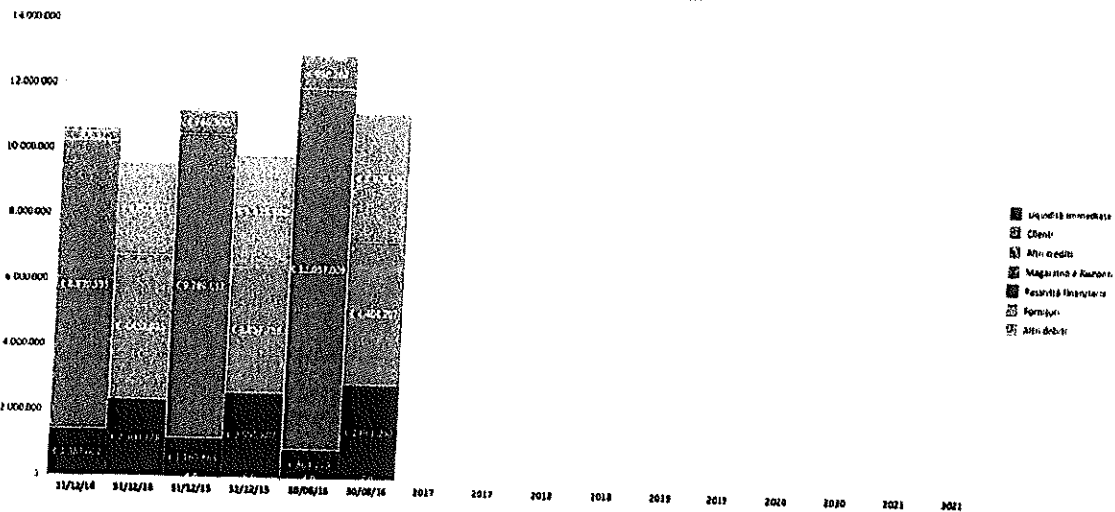


*[Handwritten signature]*

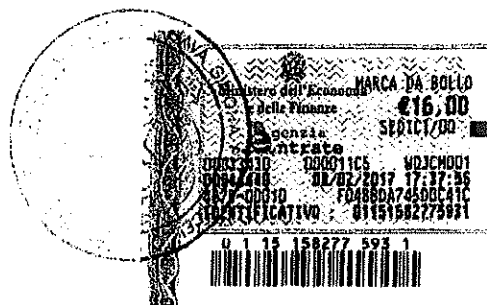
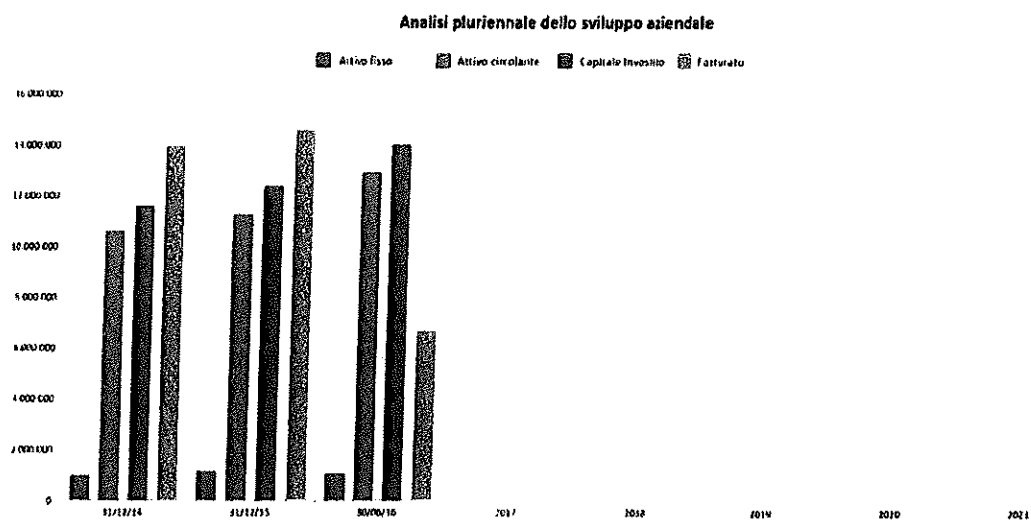
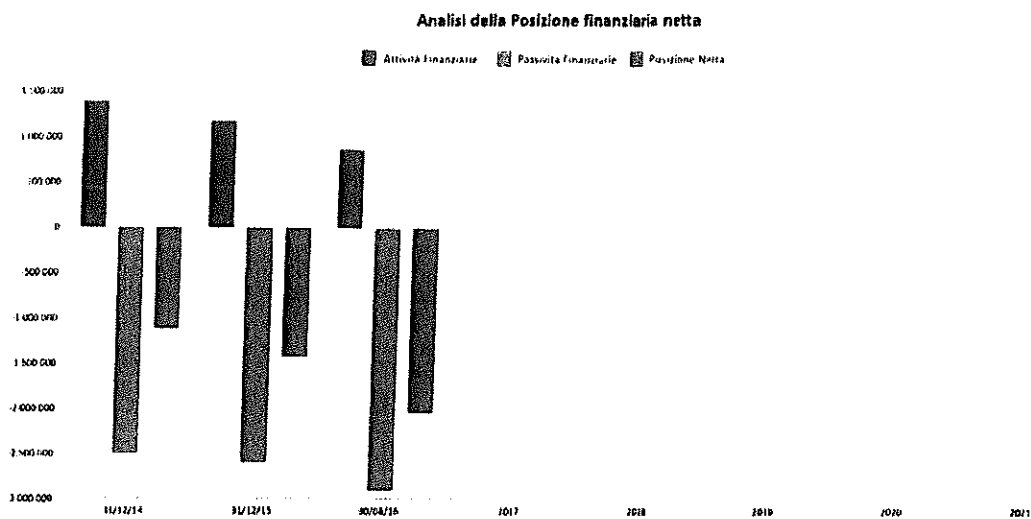
### Analisi della Struttura patrimoniale 30/06/16



### Struttura del Capitale Circolante Netto

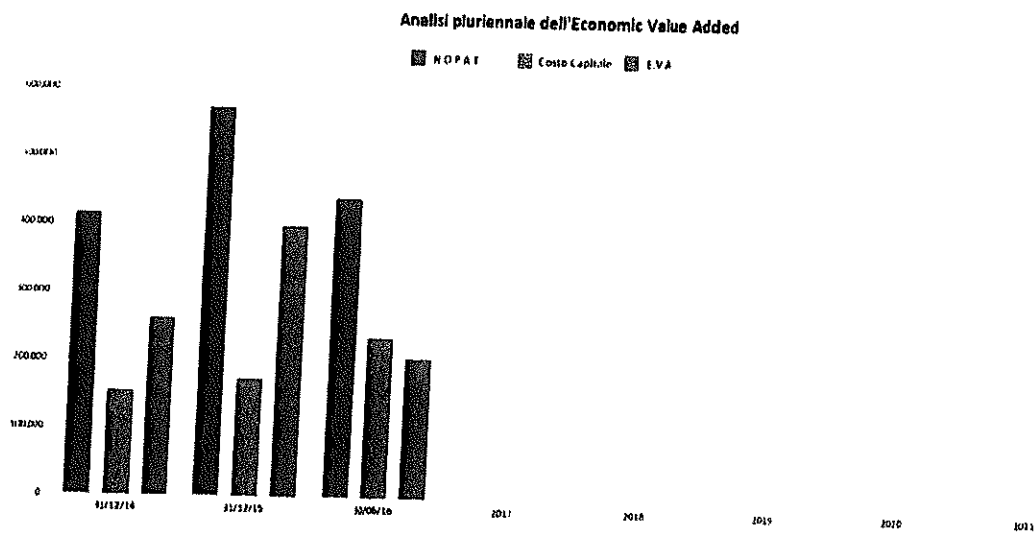
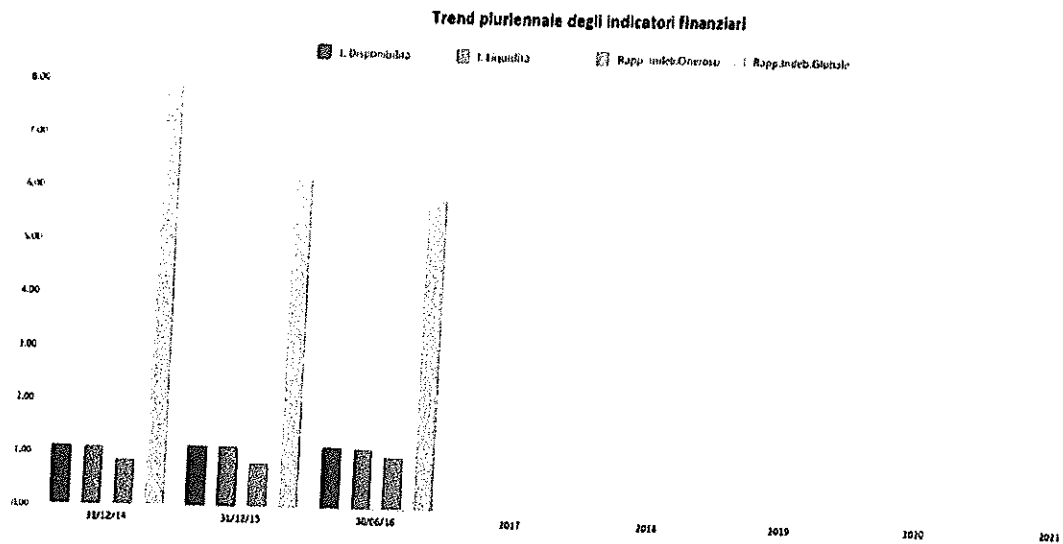


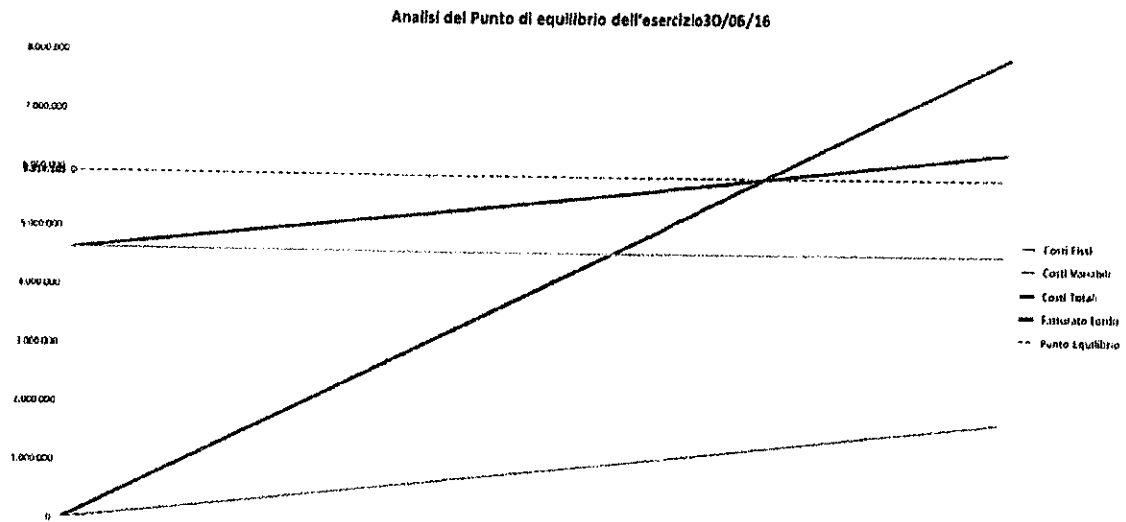
*[Handwritten signature]*



*[Handwritten signature]*







### 3.5 ESAME DEI FATTORI DI RISCHIO

L'indagine in argomento è stata dettagliatamente illustrata nel paragrafo 4.1.4.

## 4. L'APPROCCIO ESTIMATIVO

### 4.1 SCELTA DELLE METODICHE E DEI CRITERI PIU' APPROPRIATI

#### 4.1.1. Analisi delle metodiche disponibili

La determinazione del valore economico del capitale aziendale può avvenire seguendo metodiche tra loro alternative oppure complementari. In particolare esistono tre metodiche (PIV 1.14.1):

- metodica del **costo**: si basa sulla stima dell'onere per sostituire o rimpiazzare l'attività oggetto di valutazione con una di utilità equivalente (PIV 1.17.1), attraverso il calcolo del costo di riproduzione o quello di rimpiazzo (quando non è possibile quello di ricostruzione) (PIV 1.17.2), alla luce dello stato di degrado (fisico, economico, funzionale) del bene alla data di valutazione (PIV 1.17.3). Tale metodica viene applicata alle valutazioni delle aziende attraverso il **criterio patrimoniale**;
  - metodica dei **flussi di risultato attesi**: valuta la capacità dell'azienda di generare flussi di risultato nel futuro (PIV 1.16.1). Il valore è funzionale ai flussi finanziari o reddituali generabili nell'arco della vita utile residua, tenendo conto della loro distribuzione nel tempo e del grado di incertezza sulla loro manifestazione futura (PIV 1.16.1). Aggiungono al valore di natura patrimoniale, una componente immateriale cioè il valore attuale degli extraredditi in eccesso rispetto alla normale remunerazione del patrimonio netto tangibile (PIV III.1.11). Tale metodica viene applicata alle valutazioni delle aziende attraverso il **criterio reddituale** e quello **finanziario**;
  - metodica di **mercato**: si fonda sulla comparazione con attività simili per le quali esistono indicazioni significative di prezzi recenti (PIV 1.15.1) formati in condizioni normali di mercato e che non includano valori o sinergie speciali (anche PIV III.1.11). Tale metodica viene applicata alle valutazioni delle aziende attraverso il **criterio comparativo**;
- e cinque **criteri** di valutazione (PIV III.1.11):



- ✓ **patrimoniale:** si riferisce alla metodica del costo. Con il criterio patrimoniale il valore dell'azienda viene determinato in funzione del suo patrimonio; in particolare viene individuato il valore del patrimonio netto aziendale risultante dalla distinta stima a valori correnti delle singole attività e passività alla data di riferimento (PIV III.1.28). Con il "metodo patrimoniale complesso" vengono valorizzate anche le immobilizzazioni immateriali, orientando la valutazione alle correnti di reddito atteso che si reputa siano in grado di produrre l'azienda;
- ✓ **reddituale:** le valutazioni reddituali sono basate sulla capitalizzazione di flussi di reddito distribuibile di lungo periodo a un opportuno tasso di valutazione (PIV III.3.31). Le valutazioni reddituali sono in assoluto preferibili nelle situazioni aziendali stabilizzate (PIV III.3.32);
- ✓ **creazione del valore:** si tratta di metodiche miste tra quella del "costo" e quella dei "risultati attesi", quindi una sintesi tra criterio patrimoniale e quello reddituale. Sono riconducibili a valutazioni reddituali, e mettono in risalto l'entità del valore creato rispetto ai mezzi propri investiti nell'azienda (PIV III.1.35). Includono il **metodo misto patrimoniale reddituale (UEC)** e l'**E.V.A.** Si applica un metodo misto quando si desidera temperare la prospettiva redditualistica con quella patrimonialistica, cioè la razionalità ipotetica derivante dalla prima impostazione concettuale con la maggior concretezza e verificabilità delle determinazioni risultanti dalla seconda. Il metodo **Uec** mira ad attribuire all'avviamento un valore autonomo che riflette la definizione stessa di avviamento quale sistema di condizioni produttive immateriali – possedute in maggiori o in migliori qualità – che generano un soprareddito rispetto a quello prodotto dalle altre imprese del settore;
- ✓ **finanziari:** sono valutazioni che si basano sull'attualizzazione dei flussi monetari e quindi richiedono la disponibilità di un *business plan* (PIV III.1.35). Le valutazioni di tipo finanziario (D.C.F.) sono le più adatte nelle situazioni aziendali caratterizzate da fattori evolutivi che generano risultati variabili nel tempo, o per mettere in risalto variazioni consistenti nel capitale circolante;
- ✓ **comparativi:** si riferisce alla metodica di mercato. In genere si basa sull'applicazione di multipli di indicatori economici o patrimoniali. Attraverso premi e sconti si può ricondurre alla unità di valutazione oggetto di stima, un prezzo osservato sul mercato relativo ad una diversa unità di valutazione (PIV I.15.3). Criticità di tale criterio sono, ad esempio la confrontabilità del campione di aziende di riferimento e la regressione statistica con cui si



collega il moltiplicatore con i *driver* sottostanti (PIV III.1.38). Inoltre, hanno diversa valenza i multipli desunti da società quotate confrontabili o quelli derivanti da transazioni comparabili (PIV III.1.40). Nel primo caso si deve tenere conto dell'influenza della liquidità del titolo, e nel secondo caso dei premi per il controllo o degli sconti per scarsa liquidità: in generale una transazione di una società quotata è poco adatta per società non quotate senza adeguati correttivi (PIV III.1.40).

La prassi include anche **metodi empirici**, il cui uso dovrebbe normalmente essere evitato (PIV III.1.11), per cui non sono stati presi in considerazione dal sottoscritto<sup>5</sup>.

La scelta dei metodi di valutazione da adottare dipende dalle finalità della stima, dalle caratteristiche dell'azienda, dalle proprietà dei diversi metodi, dalla qualità della base informativa, dall'estensione dell'analisi fondamentale che è stato possibile esperire (PIV III.1), dalla configurazione di valore ricercata (PIV III.1.16).

È necessario evitare l'uso di un numero ingiustificato di metodi, sia la combinazione di procedimenti contraddittori (PIV III.1.16). Soprattutto evitare di attribuire uguale valenza ad un numero consistente di metodi o di varianti, specie se sono strutturalmente differenti e conducono a risultati differenti (PIV III.1.16).

È invece molto diffusa la prassi di associare a un metodo principale di valutazione, un secondo metodo che assume la valenza di metodo di confronto e controllo (PIV I.14.1) o anche più metodi di controllo (PIV III.1.16).

Quando la base informativa è limitata si può anche scegliere un solo metodo (PIV III.1.16).

Se si utilizza il **metodo patrimoniale complesso**, può essere utile coniugarlo con un metodo patrimoniale-reddituale in modo da controllare il valore attribuito ai beni immateriali specifici (PIV III.1.28).

Le valutazioni aziendali possono essere di tipo *equity side* (determinano direttamente il Capitale netto), o *asset side* (determinano il Capitale operativo investito, senza quindi considerare l'indebitamento finanziario) (PIV III.1.15).

In particolare:

---

<sup>5</sup> E. FUSA - G. GUATRI "La valutazione del capitale economico dell'impresa", Ed. Il Sole 24 Ore S.p.a., Milano, 1999, pag. 6: "Le valutazioni empiriche, a differenza di quelle analitiche basate su dimostrazioni razionali, si ottengono attraverso l'applicazione di parametri e formule che traggono origine dall'osservazione del mercato. Proprio per questo motivo, hanno una valenza pratica solo in presenza di frequenti ed omogenee transazioni".



- le valutazioni *Equity side* considerano flussi di reddito, o flussi finanziari, disponibili per i soci, e adottano il tasso equivalente al "costo opportunità del capitale di rischio" ( $k$ ); oppure considerano multipli del patrimonio netto o di flussi di risultato per gli azionisti (*unlevered*);

- le valutazioni *Asset side* considerano flussi di reddito, o flussi finanziari, disponibili per l'impresa come se non fosse indebitata, e adottano come tasso il "costo medio ponderato del capitale" ( $w.a.c.c.$ ); oppure considerano multipli del capitale operativo oppure di flussi di risultato per il complesso aziendale *unlevered* (PIV III.1.15). Al valore del "Capitale operativo investito" determinato con i metodi *Asset Side* va sottratto il valore di mercato delle passività di natura finanziaria (PIV III.1.49), in modo da ottenere il valore del "Capitale proprio". Nella prassi si è soliti sottrarre il valore della "posizione finanziaria netta" alla data di riferimento della valutazione.

#### 4.1.2. Individuazione dei metodi e dei criteri più appropriati

Per la stima del valore economico del capitale della società **POLISERVICE SPA** è stato scelto il **metodo Reddittuale**, in quanto l'azienda in esame è caratterizzata da un non rilevante fattore patrimoniale, assenza di particolari problemi finanziari, stabilizzazione dei risultati e un discreto grado di certezza in relazione alla durevolezza della redditività. Quale metodo di controllo è stato scelto il metodo misto patrimoniale reddittuale (Uec), con stima autonoma del goodwill.

Nella scelta dei metodi si è tenuto conto:

- dell'ammontare del patrimonio tangibile aziendale, che porta a escludere metodologie di tipo patrimoniale;
- dell'alto livello di stabilizzazione dei flussi di risultato aziendale, alla luce del quale sono preferibili metodi di tipo reddittuale;
- delle difficoltà a individuare transazioni comparabili e/o un campione di aziende aventi caratteristiche simili, sia per attività che per dimensione, rendendo poco significativo il ricorso a metodiche di mercato;
- della indisponibilità di un *business plan* aziendale che rifletta i presumibili risultati attesi nei prossimi esercizi, che ha reso impossibile l'adozione di criteri finanziari;
- della qualità della base informativa;
- del livello di analisi fondamentale che si è riusciti a effettuare;



- delle finalità della stima;
- della configurazione di valore ricercata.

#### *4.1.3. Coerenza della scelta effettuata*

La scelta del metodo **reddituale** è innanzitutto coerente con la configurazione di valore ricercata, il valore intrinseco, e con la stabilità dei risultati e il discreto grado di certezza della durevolezza della redditività, che caratterizza l'entità economica da valutare.

Lo stesso dicasi per le finalità della stima (valutazione della quota posseduta da Cosev Servizi SpA in Poliservice SpA) dove, generalmente (eccetto il caso di partecipazioni maggioritarie aventi scopi di controllo strategico, ovvero partecipazioni di minoranza idonee a esercitare una influenza indiretta sulle relazioni operative), assume precipuo interesse la valutazione della potenzialità reddituale dell'azienda, ossia i risultati attesi. Infatti, trattasi di un metodo che presenta elevato grado di affidabilità rispetto alle valutazioni patrimoniali, che si fonda prevalentemente su dati concreti e certi relativi alla gestione (il reddito) attraverso cui vengono eliminati molti dati soggettivi delle stime e l'assunzione di ipotesi, a volte astratte e non rispettate nella realtà.

Infine, il metodo di controllo adottato ben si coniuga con quello principale in quanto la scelta del metodo misto patrimoniale reddituale UEC, è coerente con la configurazione di valore ricercata, il valore intrinseco, essendo un'ottima combinazione delle metodiche del costo e di quelle che esplicitano la creazione di valore.

#### *4.1.4. Identificazione dei principali fattori di rischio*

In via generale, il principale fattore di rischio legato alla presente stima può essere individuato in eventuali cambiamenti nel medio-lungo periodo dell'assetto normativo in materia di pubblici servizi e di società a partecipazione pubblica.

In particolare, per quanto concerne l'aspetto gestionale della società Poliservice SpA, vanno opportunamente considerati i rischi connessi sia ai tempi sia alle quote di riscossione dei crediti maturati verso l'utenza domestica e non domestica per rilevanti importi, come desumibile dalla seguente Tabella:



Anno	Importo credito (€)	Importo riscosso (€)	Importo ancora da riscuotere (€)
2013	1.869.973,00	125.831,00	1.744.142,00
2014	2.041.249,00	91.392,00	1.949.857,00
2015	2.299.985,00	99.621,00	2.200.364,00
30/6/2016	2.708.735,00	406.791,00	2.668.086,00

vanno inoltre segnalati i rischi connessi con i seguenti contenziosi di natura giudiziale:

⇒ verso fornitori:

Causa	Autorità Giudiziarie	Valore della causa (€)
Poliservice/Eco Consul	Tribunale di Ascoli Piceno	354.000,00
Poliservice/Consorzio Frentano e Ecolan SpA	Tribunale di Lanciano	475.000,00
TOTALE €		829.000,00

⇒ verso clienti:

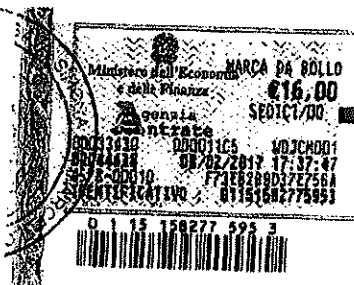
Causa	Autorità Giudiziarie	Valore della causa (€)
Poliservice/Unione dei Comuni	Arbitrato	700.000,00
Poliservice/Comune di Alba Adriatica	Tribunale di Teramo	80.000,00
TOTALE €		780.000,00

⇒ verso dipendenti e Enti Previdenziali

Causa	Autorità Giudiziarie	Valore della causa (€)
Cause di lavoro varie	Tribunale di Teramo	75.000,00
TOTALE €		75.000,00

⇒ verso altri:

Causa	Autorità Giudiziarie	Valore della causa (€)
Poliservice/Comune di Ancarano	Tribunale di Teramo	70.000,00
Poliservice/Adriatic Oli	TAR L'Aquila	10.000,00
TOTALE €		80.000,00



*[Handwritten signature]*



#### 4.2 SVILUPPO DELLA METODOLOGIA ADOTTATA

Nella prima fase del processo valutativo sono stati acquisiti tutti gli elementi e le variabili necessari per il successivo sviluppo della valutazione vera e propria: normalizzazione dei flussi di risultato, revisione a valori correnti del patrimonio netto, determinazione dei tassi di valutazione e di eventuali premi e sconti.

##### 4.2.1. Il metodo Reddittuale: profili teorici

Il valore economico del capitale dell'azienda **POLISERVICE SPA** è stato determinato attraverso l'utilizzo del metodo **Reddittuale Puro**, nella sua configurazione *Equity side*, basato sulla capitalizzazione del "reddito netto distribuibile di lungo periodo" a un tasso espressivo del costo-opportunità dei mezzi propri (PIV III.3.31). Tale configurazione di reddito è al netto di una quota di reddito da reinvestire (IR), in eccesso rispetto agli ammortamenti, necessari per mantenere la capacità di reddito dell'impresa nel tempo.

Pertanto il valore dell'azienda è calcolato mediante la capitalizzazione del flusso di risultati economici attesi in futuro. Da un punto di vista matematico-finanziario, consiste nel calcolo del valore attuale di una rendita perpetua, oppure di una rendita limitata a un certo numero di anni, a seconda della probabile durata della capacità dell'azienda di produrre reddito. Tale metodo si fonda sul presupposto che dato un reddito durevole e sostenibile "R", è possibile determinare il valore "Ve" del capitale che lo ha generato se si fissa il tasso "ke" al quale il capitale è stato impiegato.

L'arco temporale considerato è di regola illimitato, salvo aziende meno consolidate o operanti in settore a elevata variabilità ovvero perché la gestione risulta connessa alla durata limitata di contratti o perché prevista dalla legge (PIV III.3.31).

Le valutazioni reddittuali sono in assoluto preferibili nelle situazioni aziendali stabilizzate (PIV III.3.32).

La formula con cui si identifica il "metodo di valutazione reddittuale puro", è la seguente:

*Durata illimitata*

$$Ve = \frac{R}{ke}$$

*Durata limitata*

$$Ve = Ra^{-nke}$$



$V_e$  = è il valore economico dell'azienda (*Equity side*)

$R$  = è il reddito disponibile di lungo periodo

$k_e$  = è il tasso di valutazione e corrisponde al costo-opportunità dei mezzi propri (PIV III.3.31)

$a_{-1}$  = è il simbolo matematico che indica il valore attuale di una rendita con durata definita

$n$  = è l'orizzonte temporale

I PIV (III.1.34) richiedono che i parametri di valutazione siano selezionati in maniera appropriata, motivando le scelte compiute. Pertanto, la scelta dei suddetti parametri verrà giustificata analiticamente nei successivi paragrafi.

In particolare:

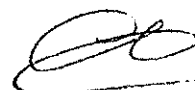
- $R$ , che è il reddito medio sostenibile di lungo periodo, verrà esplicitato nel paragrafo 4.2.3;
- il calcolo del tasso " $k_e$ " verrà analizzato nel paragrafo 4.2.5;
- la scelta dell'orizzonte temporale verrà illustrata nel paragrafo 4.2.6;

#### 4.2.2. Il metodo Misto Patrimoniale Reddittuale: profili teorici

Nella presente perizia il metodo misto **Patrimoniale Reddittuale (Uec)** con stima autonoma del *goodwill* o del *badwill* viene utilizzata ai fini di riscontro del valore determinato con il metodo reddittuale.

È un metodo *Equity side*, cioè conduce direttamente alla determinazione del valore economico dell'azienda, e consiste in una sintesi tra il metodo patrimoniale e quello reddittuale.

Il metodo, dove la sigla Uec indica l'Unione europea degli Esperti Contabili Economici e Finanziari, sostiene che nella determinazione del valore economico dell'azienda occorre partire dalla espressione a valori correnti degli elementi patrimoniali pertinenti all'azienda da valutare. La valutazione analitico-patrimoniale sarà poi integrata in funzione delle capacità reddituali prospettiche dell'azienda (esprese dall'avviamento), in primo luogo attraverso la determinazione del "sovrareddito", e la sua successiva attualizzazione, a un tasso appropriato e per un periodo limitato di anni. Infatti, è ragionevole pensare che il differenziale di redditività (sovra/sottoreddito) che l'azienda si stima potrà generare in futuro, rispetto a un livello giudicato normale, non permarrà a lungo; soprattutto nei settori sufficientemente concorrenziali, la reazione dei concorrenti attuali e potenziali (nuovi entranti richiamati dalla presenza di sovrareddito) porterà nel medio/lungo termine, all'erosione dei sovraredditi attesi. Anche eventuali sottoredditi



non potranno permanere in perpetuo, poiché in caso contrario, risulterebbe snaturata l'essenza stessa dell'azienda quale istituto economico atto a perdurare nel tempo per il soddisfacimento delle aspettative di remunerazione dei prestatori di lavoro e dei conferenti il capitale di pieno rischio. Si consideri, inoltre, che la valutazione in continuità aziendale non può mai essere inferiore a quello di liquidazione ordinaria (PIV III.1.33).

La formula con cui si identifica il "metodo di valutazione misto patrimoniale reddituale" (UEC), è:

$$Ve = K_0 + \sum_{t=1}^n (R_t - i'K_{t-1})(1 + i'')^{-t}$$

$V_e$  = è il valore economico dell'azienda (Equity side)

$K_0$  = valore patrimonio netto rettificato a valori (di mercato) correnti

$R_t$  = è fatto pari al reddito medio  $R$  sostenibile di lungo periodo

$i'$  = è il saggio di rendimento considerato normale, tenendo conto del settore e dell'azienda

$i''$  = è il tasso ritenuto appropriato per attualizzare i sovraredditi

$n$  = è il numero di anni di prevedibile durata dell'avviamento

Il criterio in argomento è di tipo *Equity side*, cioè conduce direttamente alla determinazione del valore del capitale economico dell'azienda.

La valutazione si svolge attraverso due distinte fasi:

- a) una valutazione patrimoniale "analitica" ( $K_0$ );
- b) un'autonoma determinazione del valore dell'avviamento.

In particolare:

- $R_t$  che è il reddito medio sostenibile di lungo periodo, è stato determinato come indicato nel paragrafo 4.2.3;
- nel metodo UEC,  $K_0$  è il patrimonio netto rettificato a valori correnti (di mercato); è composto dal patrimonio netto tangibile, cioè con esclusione di avviamento e beni immateriali specifici; questi ultimi possono essere aggiunti a  $K_0$ , anche se in tal modo verranno ridotti i sovra redditi (PIV III.1.33).

Il procedimento di ricostruzione di  $K_0$  verrà esplicitato nel paragrafo 4.2.4;

- il saggio di rendimento considerato normale,  $i'$ , tiene conto delle caratteristiche dell'azienda (incluso il *leverage*) e del settore, mentre  $i''$  è il tasso ritenuto appropriato per la valutazione dei sovra redditi o delle carenze di reddito; in caso di sovra redditi,  $i''$  è maggiore di  $i'$  e viceversa; in ogni caso entrambi hanno natura di costo dei mezzi propri e quindi si collocano in un intorno di  $k_e$  (PIV III.1.33). Il calcolo di tali tassi verrà evidenziato nel paragrafo 4.3;
- l'orizzonte temporale  $n$  è generalmente compreso nel lasso temporale di persistenza del vantaggio competitivo riconosciuto all'azienda; in caso di *badwill* l'orizzonte temporale deve essere tale da consentire il recupero della redditività normale in continuità aziendale (PIV III.1.33); la sua scelta verrà effettuata nel paragrafo 4.2.6.

#### 4.2.3. La Normalizzazione degli aggregati economici

In assenza della disponibilità di *Business plan* e Piani previsionali e atteso che la società in argomento è in una situazione a regime, con risultati consolidati nel tempo, il "reddito sostenibile di lungo periodo" è stato determinato normalizzando i risultati del periodo più recente (quello al 30/6/2016) ed introducendo aggiustamenti necessari per tenere conto delle condizioni future (PIV III.3.31).

Il reddito medio prospettico trova un punto di riferimento oggettivo nella misura dei risultati economici degli esercizi passati. Questi ultimi, tuttavia, non possono essere che la base di partenza per la loro proiezione nel futuro, in modo da tenere conto dei mutamenti che potranno verificarsi nelle condizioni di svolgimento della gestione rispetto a quelle che hanno caratterizzato gli esercizi in cui si sono prodotti i redditi "storici".

In buona sostanza, il reddito medio atteso si determina generalmente sulla base della media di un certo numero di redditi storici abbastanza recenti, rettificata in più o in meno in relazione alla prevista evoluzione delle condizioni interne ed esterne nelle quali l'impresa si troverà a operare<sup>6</sup>

---

<sup>6</sup> A tal proposito il Guatri afferma "I dati storici sono, nella frequente visione dei pratici, l'elemento basilare per stimare la capacità dell'azienda" – (L. Guatri La valutazione delle aziende Giuffrè Milano)

Nel presente paragrafo si è quindi proceduto a normalizzare i flussi di risultato economici, cioè i risultati d'esercizio storici e quello prospettico al 31/12/2016 depurandoli da ogni elemento distorsivo, al fine di ricostruire l'esatto valore "reddito sostenibile di lungo periodo"<sup>7</sup>.

In particolare, sono stati oggetto di riallineamento:

- i componenti di **natura eccezionale**, o dovuti a circostanze difficilmente ripetibili: sono stati eliminati in quanto, per la loro natura casuale e disconnessa dall'attività tipica aziendale, non sono assumibili in questa analisi per la determinazione della redditività aziendale;
- gli effetti delle eventuali politiche di bilancio o di voci di natura meramente fiscale: è stata rivista ogni fondamentale stima di bilancio (ammortamenti, accantonamenti a fondi rischi, ecc.);
- gli effetti del deprezzamento monetario: alla luce dello stato di deflazione che caratterizza l'attuale stato economico nazionale, è stato giudicato superfluo adeguare i bilanci storici in funzione delle condizioni inflazionistiche;
- rideterminazione delle imposte di competenza.

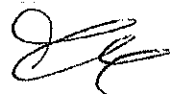
Si riporta di seguito il risultato di tale processo, precisando che le variazioni apportate attengono esclusivamente all'eliminazione di componenti reddituali estranei alla gestione caratteristica, o comunque ritenuti di natura non ordinaria.

Inoltre, ai fini del calcolo dell'effetto sul risultato dell'esercizio al netto delle imposte è stata applicata un'aliquota Ires pari al 27,50% e un'aliquota Irap pari al 4,82% fino al 31/12/2016 (dal periodo di imposta 2017 l'aliquota Ires si riduce al 24%).

Il reddito medio normalizzato prospettico è stato determinato attraverso il calcolo della media ponderata dei redditi normalizzati relativi agli esercizi 2014-2015 e 30/6/2016 nonché a quello previsionale al 31/12/2016, assegnando a ciascuno di essi un diverso peso.

In particolare, è stato attribuito un maggior peso ai redditi correnti e un peso minore a quelli meno recenti.

<sup>7</sup> L'obiettivo del processo di normalizzazione consiste nell'individuare la reale e stabile capacità reddituale dell'azienda, sottraendo elementi di casualità, non ripetibilità e non pertinenza. v. D. BALDUCCI *La Valutazione dell'Azienda*, Edizioni FAG Milano, 2008, pag. 197.



### Normalizzazione dei Risultati Economici netti civilistici

	31/12/2014	31/12/2015	30/6/2016	31/12/2016
<b>RISULTATO ESERCIZIO</b>	72.650	428.268	306.525	295.231
<b>RETIFICHE POLITICHE DI BILANCIO</b>	0	-200.000	0	
-Amm.ti e Acc.ti	0	0	0	
-Rettifiche a Valutaz.	0	0	0	
-Compenso direzion.	0	0	0	
-Altre Manovre	-100.000	-150.000	-200.000	-200.000
<b>RETTIFICA EVENTI NON RICORRENTI</b>	78.209	18.811	4.278	4.278
-Eventi straordinari	78.209	18.811	4.278	4.278
-Altro	0	0	0	
<b>ALTRE RETTIFICHE</b>				
-Rettifiche Amm.ti per Inflazione	0	0	0	
<b>EFFETTO FISCALE SU RETTIFICHE</b>	18.066	50.603	63.257	63.218
<b>RISULTATO NOMINALE NORMALIZZATO</b>	68.925	347.682	174.060	162.727
Correttivo inflazione <sup>8</sup>	100,2	100	100	100
<b>RISULTATO REALE NORMALIZZATO</b>	68.787	347.682	174.060	162.727
Fattore di ponderazione	95,00	101,00	102,00	102,00

VALORI MEDI PONDERATI	Storico Nominale	Storico Reale	Previsionale Nominale	Medio Totale Nominale
<b>REDDITO NORMALIZZATO</b>	199.389	199.345	162.727	190.040

A conclusione del procedimento di normalizzazione lo scrivente, al fine di considerare i futuri benefici effetti derivanti dalla minore tassazione sul reddito di impresa a partire dall'anno 2017, ritiene congruo incrementare il reddito netto normalizzato da assumere nella presente valutazione da € 190.040 a € 200.000,00.

#### 4.2.4. Ricostruzione del Capitale netto espresso a valori correnti

Si procede ora alla valutazione del patrimonio netto rettificato alla data di riferimento, attraverso il criterio patrimoniale semplice/complesso, in particolare mediante:

- la verifica della consistenza delle poste attive;

<sup>8</sup> <http://www.rivaluta.it/serie-inflazione-media.htm?dati=15ea>

- la verifica delle poste passive, incluse quelle potenziali;
- l'espressione a valori correnti delle poste attive o passive, ove il valore contabile non sia giudicato congruo.

Pertanto, al fine di poter ricostruire l'esatta entità del Patrimonio netto aziendale, i valori contabili di attività e passività sono stati sottoposti a opportune rettifiche e integrazioni. Le attività svolte hanno anche riguardato:

- l'analisi dei documenti inventariali relativi alle poste attive iscritte in bilancio;
- la verifica della esigibilità dei crediti;
- la consistenza di eventuali garanzie attive;
- l'eventuale esistenza di attività e passività non contabilizzate;
- l'esistenza di passività potenziali.

Come già ampiamente spiegato nel paragrafo 1.4.2, il sottoscritto non ha effettuato attività di *audit* e/o revisione contabile, ma si è limitato ad analizzare la documentazione con il necessario spirito critico e ad acquisire assunzioni di responsabilità della Presidenza aziendale in ordine alla completezza e accuratezza delle informazioni ed elementi forniti al sottoscritto.

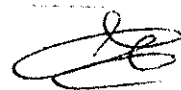
Successivamente si è proceduto alla stima a valori correnti delle attività materiali.

#### STIMA DEI BENI MATERIALI

La valutazione delle voci patrimoniali non hanno portato a significative rettifiche (se non per importi del tutto trascurabili) ragion per cui si ritiene che i dati contabili ne esprimano correttamente la consistenza patrimoniale.

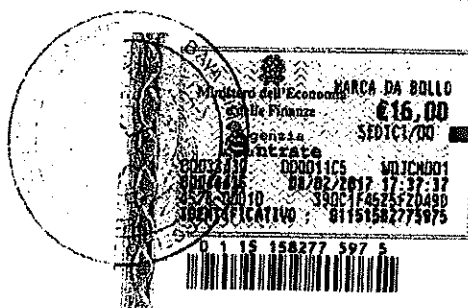
In merito si rappresenta la modesta incidenza sul totale del capitale investito dei beni strumentali di proprietà di Poliservice SpA (per quanto riguarda la voce "terreni e fabbricati", trattasi di appezzamento di terreno agricolo di cui si è preferito confermare il valore contabile, attesa la particolare natura del bene).

Infine, si è prudenzialmente ritenuto di non calcolare la fiscalità anticipata su minusvalenze patrimoniali latenti. Con particolare riferimento alla svalutazione apportata ai crediti verso clienti, sono state valutate sia la eccessiva rigidità dei flussi in entrata dei crediti (morosità della utenza domestica) sia i contenziosi in essere verso clienti pari a € 780.000,00. Inoltre, si è tenuto conto delle passività potenziali connesse con l'eventuale esito negativo dei giudizi tuttora pendenti presso varie Autorità Giudiziarie (cfr. § 4.1.4).



Al termine del descritto procedimento, lo Stato Patrimoniale espresso a valori correnti risulta pertanto il seguente:

ATTIVITA'	Valore contabile netto	Rettifiche	Valore corrente
<b>IMMOBILIZZAZIONI</b>			
<b>MATERIALI</b>	637.488		637.488
Terreni	0	0	0
Immobili Operativi	194.876	0	194.876
Beni Mobili Operativi	442.612	0	442.612
Beni non Operativi	0	0	0
<b>IMMOBILIZZ. IMMATERIALI</b>	423.969		423.969
Brevetti, Marchi, Software	19.673	0	19.673
Spese Pubblicitarie	0	0	0
Studi e Ricerche	0	0	0
Sp. Impianto, Avviam., Altri	404.296		404.296
<b>IMMOBILIZZ. FINANZIARIE</b>	0		0
Partecipazioni - Quote - Titoli	0	0	0
Mutui e Crediti Finanziari	0	0	0
Altre Attività > 12 mesi	0	0	0
<b>MAGAZZINO</b>	0		0
Materie Prime e Imballaggi	0	0	0
Prodotti in Corso - Semil.	0	0	0
Prodotti Finiti	0	0	0
<b>DISPONIBILITA' E LIQUIDITA'</b>	12.939.514		12.105.160
Crediti verso Clienti	11.057.009	-834.354	10.222.655
Anticipi Forniture Merci	0	0	0
Anticipi Forniture C/Capitale	0	0	0
Erario Conto/Iva	0	0	0
Crediti Diversi	938.267	0	938.267
Ratei Attivi	0	0	0
Risconti Attivi	79.468	0	79.468
Crediti v/soci per Versamenti	0	0	0
Investimenti a Breve	0	0	0
Banche c/c Attivi	864.413	0	864.413
Cassa	357	0	357
<b>Totale Attività</b>	<b>14.000.971</b>		<b>13.166.617</b>



*[Handwritten signature]*



<b>PASSIVITA'</b>	<b>Valore contabile</b>	<b>Rettifiche</b>	<b>Valore corrente</b>
<b>FONDI RISCHI E SPESE</b>	1.728.295		<b>2.328.295</b>
Altri Fondi Spese e Rischi ≥12	205.062	600.000	<b>805.062</b>
Debiti Tributari	1.052.930	0	<b>1.052.930</b>
Fondo T.F.R.	470.303	0	<b>470.303</b>
<b>DEBITI MEDIO-LUNGO TERMINE</b>	96.203		<b>96.203</b>
Mutui e Debiti Finanziari	39.754	0	<b>39.754</b>
Altri Debiti > 12 mesi	56.449	0	<b>56.449</b>
<b>DEBITI CORRENTI</b>	10.139.367		<b>10.139.367</b>
Fornitori Operativi	4.404.707	0	<b>4.404.707</b>
Anticipi da Clienti	0	0	<b>0</b>
Erario Conto Iva	0	0	<b>0</b>
Debiti Diversi - Fornitori Vari	2.873.410	0	<b>2.873.410</b>
Finanziam. Vari e c/Anticipi	1.986.493	0	<b>1.986.493</b>
Ratei Passivi	0	0	<b>0</b>
Risconti Passivi	0	0	<b>0</b>
Banche c/c Passivi	874.757	0	<b>874.757</b>
<b>Totale Passività</b>	<b>14.000.971</b>		<b>13.166.617</b>

<b>PATRIMONIO NETTO</b>	<b>Valore contabile</b>	<b>Rettifiche</b>	<b>Valore corrente</b>
	<b>2.037.106</b>	<b>-1.434.354</b>	<b>602.752</b>

#### 4.2.5. La determinazione dei tassi di valutazione

Le stime svolte per la scelta del tasso di interesse sono state effettuate razionalmente e coerentemente rispetto al processo valutativo. La discrezionalità è stata ridotta al minimo, come dimostrato dalla verificabilità di ogni componente dell'analisi.

Nella determinazione del tasso di attualizzazione è stato innanzitutto osservato il principio della coerenza dei tassi con i flussi di risultato prospettici normalizzati.

Il metodo più utilizzato, nelle valutazioni d'impresa, per incorporare, nel valore attuale, il "premio del rischio", è l'attualizzazione aggiustata per il rischio (R.A.D.<sup>9</sup>), mediante il quale il flusso di risultato atteso viene scontato sommando il "premio per il rischio" al "tasso di attualizzazione" (PIV 1.19.8 e 1.19.11): questo tasso si chiama "tasso aggiustato per il rischio" o "tasso di valutazione" " $r$ ". Nelle valutazioni *equity side* vanno utilizzati tassi di sconto che esprimano il "costo opportunità dei mezzi propri", mentre per valutazioni di tipo *asset side* si utilizza il "costo medio ponderato del capitale" (WACC) (PIV 1.21 note).

In primo luogo si è proceduto con il calcolo del  $K_e$ , ovvero il "costo figurativo del capitale proprio", che rappresenta il tasso di remunerazione che si attenderebbe un potenziale investitore nel capitale di rischio dell'azienda.

Per la determinazione del **costo del capitale proprio** ( $K_e$ ) è stato utilizzato il modello teorico C.A.P.M. (*Capital Asset Pricing Model*)<sup>10</sup>, che è un esempio di modello per il calcolo del "tasso aggiustato per il rischio" con criteri di oggettività (PIV 1.19.13).

Questo modello statistico, esprime il rendimento atteso di una attività finanziaria rischiosa, sulla base di una relazione lineare:

$$K_e = R_f + [R_m - R_f] * \beta$$

dove:

$R_f$  = tasso privo di rischio

$R_m$  = rendimento atteso del portafoglio di mercato di riferimento

$R_m - R_f$  = premio per il rischio del portafoglio di mercato (*Equity Risk Premium*)

$\beta$  = coefficiente di rischiosità sistemica non diversificabile

Il tasso privo di rischio,  $R_f$ , è stato quantificato con riferimento al rendimento dei BTP a 10 anni (emissione gennaio 2017) = 2,37 (fonte Minitsero dell'Economia e Finanze<sup>11</sup>).

#### Il premio per il rischio

Se stime ragionevoli del *market risk premium* sono disponibili e accessibili in un Paese come gli Stati Uniti, altrettanto non può dirsi per l'Italia che resta caratterizzata da un mercato azionario

<sup>9</sup> Dall'acronimo inglese che definisce il *Risk Adjusted Rate of Return*. Cfr. GUATRI BINI "Nuovo Trattato sulla Valutazione delle Aziende", Egea, Milano, 2005, pag. 296.

<sup>10</sup> Il C.A.P.M. è un modello di equilibrio dei mercati finanziari che stabilisce una relazione tra il rendimento di un titolo e la sua rischiosità, misurata tramite un unico fattore di rischio, detto *beta*. Esso è il modello teorico più utilizzato nella stima del costo opportunità del capitale. Cfr. GUATRI BINI, *op. cit.*

<sup>11</sup> [http://www.dt.tesoro.it/export/sites/sitodt/modules/documenti\\_it/debito\\_pubblico/risultati\\_aste/risultati\\_aste\\_btp\\_10\\_anni/BTP\\_10\\_Anni\\_Risultati\\_Asta\\_del\\_30-31.01.2017.pdf](http://www.dt.tesoro.it/export/sites/sitodt/modules/documenti_it/debito_pubblico/risultati_aste/risultati_aste_btp_10_anni/BTP_10_Anni_Risultati_Asta_del_30-31.01.2017.pdf)

non compiutamente maturo (ad esempio, al 31 marzo 2016 risultavano quotate sul mercato italiano 335 società mentre nella piazza finanziaria europea più importante, Borsa di Londra (London Stock Exchange), risultavano oltre 3.200 aziende quotate).

Rispetto alla carenza informativa sopra evidenziata, la migliore dottrina ritiene di utilizzare le informazioni ricavabili dal complesso dei rendimenti dei mercati finanziari della Comunità Europea, da quella dell'Area Euro o perfino i dati statistici di origine statunitense, a cui sommare, eventualmente, il *country risk premium*<sup>12</sup>.

Una stima aggiornata del premio per il rischio definito secondo l'impostazione sopra riportata, che somma al premio per il rischio risultante da mercati americani il *country risk premium*, è anche reperibile in varie banche dati, tra cui quella da Aswath Damodaran, professore di Finanza presso la Stern School of Business della New York University e autore di moltissime pubblicazioni in tema di valutazione aziendale.

Al momento, per l'Italia *country risk premium* è stimato pari al 2,71%<sup>13</sup> mentre il *market risk premium* stimato per l'Italia a gennaio 2016 era pari al 8,84%<sup>14</sup>.

Si precisa che tale ultimo indicatore riflette la valutazione **Baa2** del debito italiano effettuata dalla agenzia di rating Moody's per l'anno 2016.

A tal proposito giova osservare che la suddetta agenzia di rating ha rivisto al ribasso le prospettive per l'Italia, tagliando l'*outlook* da "stabile" a "negativo", pur confermando il rating "**Baa2**" (due gradini sopra il livello *junk*). L'*outlook* negativo implica che la prossima decisione dell'agenzia americana possa essere quella di tagliare il rating sovrano se le condizioni che hanno spinto a rivedere l'*outlook* dovessero persistere. A pesare sul giudizio sono i lenti progressi nelle riforme economiche e di finanza pubblica, le cui prospettive, secondo gli analisti di Moody's sono ulteriormente diminuite. Ma c'è anche il rischio, conseguente, che la riduzione dell'enorme debito pubblico possa essere ulteriormente rinviata, complice la bassa crescita, e che questo esponga il Paese a nuovi imprevedibili *shock* esterni (fonte "Il Sole 24 Ore"<sup>15</sup>).

Il coefficiente  $\beta$ , infine, misura la rischiosità specifica della singola azienda, in relazione a come i rendimenti aziendali variano in media al variare dei rendimenti del mercato. Il coefficiente  $\beta$  misura il rischio dell'investimento specifico in relazione al rischio generale dell'economia e dei

<sup>12</sup> Cfr. "Valutazione d'azienda" - S. Pozzoli - Wolters Kluwer 2016

<sup>13</sup> <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>

<sup>14</sup> <http://aswathdamodaran.blogspot.it/2016/01/january-2016-data-update-3-country-risk.html>

<sup>15</sup> <http://www.ilsole24ore.com/art/notizie/2016-12-07/moody-s-rivede-ribasso-l-outlook-l-italia-rating-confermato-225837.shtml?uuiid=ADsh9j9B>

mercati finanziari, il quale è non diversificabile. Il fattore  $\beta$  dipende essenzialmente dal settore in cui l'azienda opera (più è soggetto a cicli congiunturali, più è alto il rischio), dal grado di leva operativa (maggiore è l'incidenza dei costi fissi, più è alto il rischio) e dal grado di leva finanziaria (maggiore è il grado di indebitamento, più è alto il rischio).

La formula con cui si calcola il  $\beta$  è la seguente:

$$\beta = \rho \frac{\sigma}{\sigma_M}$$

dove:

$\beta$  = è la misura del rischio sistematico

$\sigma$  = è la deviazione standard del rendimento (volatilità) dell'attività da valutare

$\sigma_M$  = è la deviazione standard del rendimento (volatilità) del portafoglio di mercato

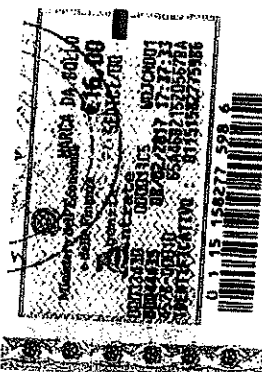
$\rho$  = è il coefficiente di correlazione tra il rendimento dell'attività da valutare e il rendimento del portafoglio di mercato

Il coefficiente  $\beta$  può assumere i seguenti valori:

$\beta > 1$	Il titolo si muove nella stessa direzione del mercato e con oscillazioni maggiori del mercato stesso
$0 < \beta < 1$	Il titolo si muove nella stessa direzione del mercato, ma con oscillazioni minori di quelle di mercato
$0 > \beta > -1$	Il titolo si muove in direzione opposta al mercato, anche se in maniera contenuta
$\beta < -1$	Il titolo si muove in senso opposto al mercato ed oscilla maggiormente rispetto al mercato stesso

Se il coefficiente  $\beta$  (*beta*) può essere agevolmente calcolato per le imprese quotate in borsa, analogamente agli altri componenti del CAPM, nell'ipotesi di aziende non quotate data la mancanza di un *trend* storico di prezzi indispensabile ai fini dell'applicazione del metodo della regressione statistica, si rende necessario ricorrere a metodi alternativi, che prevedono misure relative di rischio, ottenute attraverso confronti di tipo *cross-sectional*. Si fa riferimento nello specifico all'uso di *beta* di settore o di aziende comparabili (*peers*) considerando i *business fundamentals* dell'azienda da valutare, opportunamente depurato dal rischio finanziario (c.d. operazione di *unlevering*) al fine di renderlo espressione della sola rischiosità operativa ( $\beta$  *unlevered*).

Una volta ottenuto *beta unlevered* delle aziende di un determinato settore, è possibile attraverso la media ponderata per il valore di mercato di ciascuna, calcolare il *beta unlevered* di settore. Questo indicatore è anche detto *Business Risk Index* (BRI) e rappresenta la misura dell'effettivo rischio di *business* del settore.



Infine, utilizzando il BRI si può calcolare il *beta* della singola azienda non quotata, considerandone la specifica struttura finanziaria *target* (c.d. operazione di *relevering*).

Tale metodo presenta rilevanti problemi applicativi, primo tra tutti la difficoltà nel selezionare aziende con un livello di affinità molto elevata tra loro con riferimento alle varie determinanti del profilo di rischio.

Ciò premesso, si rappresenta che la scelta del *beta* è fondamentale nella determinazione del costo del capitale proprio, dal momento che, come desumibile dalla formula del CAPM, esso assume la funzione di moltiplicatore del premio per il rischio. Di solito, nell'ipotesi di scarsità di elementi a disposizione, si assegna al *beta* un valore pari a 1, equivalente alla rischiosità media del mercato<sup>16</sup>. Pertanto, nel caso di specie, essendo l'azienda non collocata sui mercati finanziari e non sussistendo le ulteriori alternative informazioni sopra evidenziate, il *beta* è stato assunto pari a 1.

Il modello CAPM, facendo discendere il costo-opportunità del capitale dall'esposizione dell'impresa al rischio di mercato finanziario (misurata dal coefficiente *beta*), è il più utilizzato nella stima del costo-opportunità del capitale, sia per l'indubbia praticità che per l'affidabilità nell'individuare un *range* ragionevole entro il quale misurare il costo-opportunità del capitale.

La quantificazione dell'intensità del rischio può essere ottenuta anche attraverso procedimenti di valutazione sintetico-soggettiva<sup>17</sup>. In tal caso lo stimatore sulla base della propria sensibilità, conoscenza ed esperienza, esprime una quantificazione empirica del rischio. Tale modalità, seppur orientativa e informale, è molto usata nella prassi.

Infine sono stati apportati i seguenti aggiustamenti del tasso:

il  $K_e$  è stato maggiorato di un coefficiente *alfa*, pari a 1,5% sia perché i tassi di attualizzazione dei risultati attesi delle società non quotate vengono in genere aumentati di un premio per il rischio addizionale derivante dalla loro ridotta dimensione (PIV III.2.3) sia in funzione dei peculiari rischi aziendali sussistenti nel caso di specie (ad esempio, eventuali future modifiche legislative nell'ambito delle società a partecipazione pubblica ovvero del settore dei servizi di igiene urbana, ecc., passività potenziali riscontrate, ecc.) che si aggiungano a quelli sistematici, come evidenziati dall'agenzia di rating Moody's (PIV III.1.45).

Pertanto il tasso di attualizzazione determinato sulla base della indagine qui condotta e che sarà adottato nella valutazione, è pari a 12,71%.

<sup>16</sup> S. Pozzoli *La valutazione d'azienda - Tecniche operative di misurazione del valore* Ipsoa 2008  
<sup>17</sup> D. Balducci *La valutazione dell'azienda* Edizioni Fag Milano 2009



- ⇒ Risk free rate = 2,37%
- ⇒ Tasso inflazione atteso = 0%
- ⇒ Mkt risk premium = 8,84%
- ⇒ Coefficiente Beta ( $\beta$ ) = 1,00
- ⇒ Coefficiente *alfa* = 1,5%
- ⇒  $K_e$  = 12,71%

#### 4.2.6. La scelta dell'orizzonte temporale

##### ⇒ METODO REDDITUALE

Premesso che, come evidenziato nel commento al PIV 3.1.33, l'arco temporale considerato, *n*, in questo metodo è generalmente compreso fra 5 e 10 anni, a seconda della persistenza del vantaggio (o dello svantaggio) competitivo riconosciuto all'azienda<sup>18</sup>, nel caso *de quo*, tenuto conto:

1. del fatto che le condizioni generatrici del sovrareddito sono di natura sostanzialmente oggettiva, quindi destinate a seguire l'azienda in caso di sua cessione non essendo fortemente collegate al gruppo dirigente;
2. del fatto che si ritiene siano sussistenti condizioni che consentono di considerare il sovrareddito come un'entità piuttosto stabile nel tempo;
3. che la durata residua del contratto di servizio stipulato con l'Unione di Comuni Città Territorio Val Vibrata per un periodo residuo di anni 14;

si può correttamente individuare in 14 anni il periodo attualizzazione dei sovraredditi.

Nel caso in esame si è scelti di adottare la rendita limitata ad anni 14. La scelta è giustificata dalla residua durata di anni 14 del contratto di servizio stipulato con l'Unione di Comuni Città Territorio Val Vibrata.

#### 4.2.7. Applicazione di premi e sconti

Poiché oggetto della presente valutazione non è l'intero complesso aziendale, ma una quota di minoranza della compagine sociale, è stato ritenuto opportuno prevedere un adeguato sconto da

<sup>18</sup> PIV III.1.33 -Principi Italiani di Valutazione – 2015 Egea



applicarsi sul valore economico del capitale, sulla base del grado di controllo e di liquidità della quota di partecipazione (PIV III.3.5).

Tale sconto è stato quantificato nel 7% in quanto la quota di partecipazione non garantisce il controllo gestionale dell'azienda. A tale scopo sono stati esaminati l'attuale assetto societario e lo Statuto. A seguito di tali accertamenti la quota di partecipazione è da intendersi quota di minoranza con titoli non scambiati in mercati attivi.

#### 4.2.8. Aspetti relativi alla fiscalità

Si riepilogano le scelte fiscali effettuate relativamente alla metodica adottata.

In particolare:

- sul risultato economico previsionale al 31/12/2016 è stata applicata la fiscalità piena vigente (Ires del 27,50% e Irap del 4,82%);
- sulle rettifiche apportate in sede della normalizzazione dei flussi di risultato economici è stata applicata la fiscalità piena vigente;

#### 4.2.9. Calcolo dei Risultati

Si è, pertanto, ora in grado di sviluppare la formula di calcolo della valutazione aziendale attraverso il **metodo reddituale**:

*Durata illimitata*

$$Ve = \frac{R}{ke}$$

*Durata limitata*

$$Ve = Ra^{-nke}$$

R = reddito sostenibile = € 200.000 (calcolato e giustificato nel paragrafo 4.2.3)

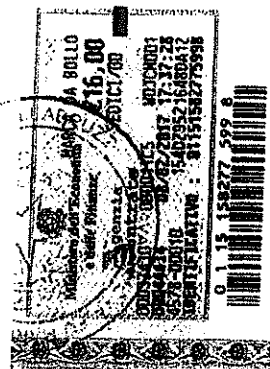
ke = tasso di valutazione = 12,71% (calcolato e giustificato nel paragrafo 4.2.5)

n = orizzonte temporale = anni 14 (calcolato e giustificato nel paragrafo 4.2.6)

Pertanto, secondo la sopra richiamata, formula si ha:



METODO REDDITUALE	
Reddito medio adottato €	200.000
Tasso per calcolo rendita	12,71%
Rendimento normale	2,37%
Premio per il rischio	10,34%
Correttivo per inflazione	0,00
Anni per rendita limitata	14
Tasso attualizzazione rendita limitata	12,71%
<b>VALORE AZIENDA</b>	<b>1.278.844</b>
Valore unitario azione-quota	1
Fattore di ponderazione	70,00



In conclusione, dall'applicazione del metodo Reddituale, con reddito prospettico assunto di € 200.000,00, si perviene alla seguente valutazione dell'azienda e della quota di partecipazione detenuta da Cosev Servizi SpA:

METODO REDDITUALE	
REDDITO MEDIO ADOTTATO	€ 200.000,00
TASSO DI VALUTAZIONE:	12,71%
<b>VALORE AZIENDALE</b>	<b>€ 1.278.844,00</b>
Quota % di partecipazione da valutare	18,923%
Sconto minoranza	7%
<b>VALORE DELLA QUOTA</b>	<b>€ 225.056,95</b>

#### 4.3 SVILUPPO DELLA METODOLOGIA DI CONTROLLO

##### ⇒ METODO MISTO PATRIMONIALE REDDITUALE

Per ottenere un riscontro sull'attendibilità del processo valutativo principale, sviluppato nel capitolo precedente, è stato adottato un metodo alternativo di valutazione del valore economico dell'azienda oggetto di stima, utilizzando il metodo misto patrimoniale reddituale, che in questo caso assume funzione di controllo.

Le due diverse metodologie di valutazione utilizzate, possono fisiologicamente condurre a risultati differenti, ma ciò è da ritenersi accettabile solo entro determinati range.



Divergenze molto ampie possono quindi mettere in discussione tutto l'intero processo valutativo svolto.

Si è, pertanto, ora in grado di sviluppare la formula di calcolo della valutazione aziendale attraverso il metodo misto **patrimoniale reddituale**" (UEC):

$$Ve = K_0 + \sum_1^n (R_t - i'K_{t-1})(1 + i'')^{-t}$$

$K_0$  = patrimonio netto corrente = € 602.752,00

$R_t$  = reddito sostenibile = € 200.000,00

$i'$  = tasso rendimento normale = 12,71%

$i''$  = tasso attualizzazione = 13,71%

$n$  = n. 10 anni

Il tasso di valutazione ( $i'$ ), esprime il "rendimento normale"; piuttosto che adottare il ROE del settore è opportuno reperire tale dato da appositi studi sulle prospettive di rendimento del settore.

Il tasso di attualizzazione ( $i''$ ), in genere è uguale oppure superiore di qualche punto (esempio: \_\_\_\_\_ +2%) rispetto ad ( $i'$ ), in quanto il rischio di generare dei sovraredditi è superiore a quello di generare dei "redditi normali". In caso di azienda in perdita è bene che ( $i''$ ), sia inferiore ad ( $i'$ ), per rendere più prudente la valutazione.

Il *tasso di rendimento normale* ( $i'$ ), secondo l'impostazione UEC è pari al saggio normale di rendimento del capitale, per effetto della maggiore rischiosità dei sovraredditi<sup>19</sup>.

In ogni caso sia ( $i'$ ), che ( $i''$ ), hanno natura di costo dei "mezzi propri" e si collocano in un intorno di  $K_e$ , il costo opportunità del capitale di rischio.

Per valutazioni meno prudentiali è possibile utilizzare quale tasso ( $i'$ ) quello utilizzabile per il "metodo reddituale puro", e quale "tasso di attualizzazione" ( $i''$ ), il tasso *free risk* + una maggiorazione (esempio: 2%).

<sup>19</sup> D. BALDUCCI *La Valutazione dell'Azienda*, Edizioni FAG Milano, 2009



Il tasso di attualizzazione ( $i'$ ) calcolato su i BTP a 10 anni (emissione gennaio 2017) è attualmente pari al 2,37% (fonte Minitsero dell'Economia e Finanze<sup>20</sup>).

Nel caso di specie, in conformità dei principi UEC, è stato assunto un tasso ( $i'$ ) pari al tasso di capitalizzazione utilizzato nel metodo reddituale, maggiorato, per motivi prudenziali, di un punto percentuale.

La scelta dell'orizzonte temporale "n" dipende da vari fattori. Rappresenta il numero di anni futuri durante i quali si ritiene che l'azienda riesca a riprodurre livelli reddituali almeno pari al reddito adottato nella valutazione. Seppur l'approccio cautelativo della prassi professionale nei confronti dei flussi reddituali ha condotto l'UEC alla scelta di un orizzonte temporale limitato a un intervallo di 3-5 anni, per aziende con redditività stabile, ritiene la unanime dottrina, è congruo ampliare l'orizzonte temporale fino a 10 anni.

Nel caso *de quo*, posto che il contratto di servizio stipulato con l'Unione di Comuni Città Val Vibrata avente a oggetto i seguenti servizi pubblici locali di rilevanza economica « [...]: a) Igiene ex D.Lgs. 22/1997 e L.R. Abruzzo 23/2004, nelle seguenti fasi: 1) raccolta: l'operazione di prelievo, di cernota e di raggruppamento dei rifiuti per il loro trasporto; 2) raccolta differenziata: la raccolta idonea a raggruppare i rifiuti urbani in frazioni merceologiche omogenee per il loro trasporto; 3) trasporto; 4) smaltimento: le operazioni previste nell'allegato B del D. Lgs. 22/97 e s.m.i.; 5) recupero: le operazioni previste nell'allegato C del D.Lgs. 22/97 e s.m.i.; ...» estensibili ex art. 8 del suddetto contratto, ha durata fino all'anno 2030, è stata stimata una durata di anni 10 (peraltro, inferiore a quella utilizzata nel metodo reddituale, come suggerito dalla migliore dottrina<sup>21</sup>).

Alla luce di quanto sopra illustrato, la valutazione attraverso il metodo di controllo conduce ai seguenti risultati:

<sup>20</sup>[http://www.dt.tesoro.it/export/sites/sitodt/modules/documenti\\_it/debito\\_pubblico/risultati\\_aste/risultati\\_aste\\_btp\\_10\\_anni/BTP\\_10\\_Anni\\_Risultati\\_Asta\\_del\\_30-31.01.2017.pdf](http://www.dt.tesoro.it/export/sites/sitodt/modules/documenti_it/debito_pubblico/risultati_aste/risultati_aste_btp_10_anni/BTP_10_Anni_Risultati_Asta_del_30-31.01.2017.pdf)

<sup>21</sup> D. BALDUCCI *La Valutazione dell'Azienda*, Edizioni FAG Milano, 2009

<b>METODO MISTO PATRIMONIALE</b>	
Reddito medio adottato	200.000
Patrimonio Netto corrente	602.752
Tasso di rendimento normale	12,71
Tasso attualizzazione rendita	13,71
Anni pr calcolo avviamento	10
a) Avviamento	650.969
b) Patrimonio Netto corrente	602.752
<b>VALORE AZIENDA (a+b)</b>	<b>1.253.721</b>
Valore unitario azione-quota	1
Fattore di ponderazione	30,00

In conclusione, dall'applicazione del metodo Misto-Patrimoniale, con reddito prospettico assunto di € 200.000,00, si perviene alla seguente valutazione dell'azienda e della quota di partecipazione detenuta da Cosev Servizi SpA:

<b>METODO DI CONTROLLO METODO MISTO PATRIMONIALE REDDITUALE</b>	
<b>A) PATRIMONIO NETTO CORRENTE</b>	€ 602.752,00
<b>B) AVVIAMENTO</b>	€ 650.969,00
<b>A+B= VALORE AZIENDALE</b>	€ 1.253.721,00
Quota % di partecipazione da valutare	18,923%
Sconto minoranza	7,00%
<b>VALORE DELLA QUOTA</b>	€ 220.634,71

## 5. SINTESI DEI RISULTATI OTTENUTI

### 5.1 SINTESI FINALE DELLA VALUTAZIONE

Si rappresenta che sia il metodo adottato (metodo reddituale) che quello di controllo (metodo misto patrimoniale reddituale) convergono su valori attorno a € 1.267.000,00 (media semplice). Il valore economico del capitale della POLISERVICE SPA è stato calcolato come media ponderata tra il valore ottenuto con il metodo reddituale e quello determinato con il metodo di controllo, assegnando un peso maggiore alla componente reddituale rispetto a quella misto-



patrimoniale in considerazione della attitudine a produrre flussi di reddito stabilizzati, anche per effetto della sussistenza di precipue condizioni giuridico-fattuali come *supra* evidenziato. Al primo è stata assegnata una ponderazione del 70% e al secondo una ponderazione del 30%. La sintesi dei risultati ottenuti è, infine, espressa nella Tabella seguente:

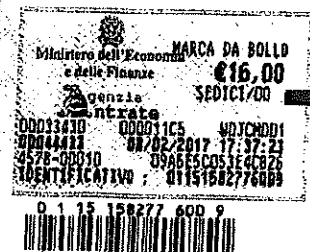
<b>METODO ADOTTATO (reddituale):</b>	€ 1.278.844,00
Ponderazione: 70%	€ 895.190,80
<b>METODO DI CONTROLLO (misto patrimoniale-reddituale):</b>	€ 1.253.721,00
Ponderazione: 30%	€ 376.116,30
<b>VALUTAZIONE AZIENDALE FINALE</b>	€ 1.271.307,10
Quota 18,923 % di partecipazione da valutare	€ 240.569,44
Sconto minoranza	7,00%
<b>VALORE DELLA QUOTA</b>	€ 223.729,58

Alla luce del lavoro svolto, utilizzando le metodologie esplicate, sulla base dei valori e dei parametri sopra illustrati e tenuto conto delle ipotesi e limitazioni evidenziate, il valore economico del capitale della POLISERVICE SPA è stimato in € 1.271.307,10, che viene arrotondato in € 1.271.310,00 (euro un milioneduecentosettantunomilatrecentodieci/00).

Pertanto, il valore economico della quota di partecipazione del 18,923% nel capitale della società POLISERVICE SpA detenuta dalla società COSEV SERVIZI SpA è stimato in € 223.729,58, che viene arrotondato in € 223.730,00 (euro duecentoventitremilasettecentotrenta/00).

La valutazione si riferisce al 30 GIUGNO 2016; successivamente a tale data il sottoscritto ha potuto constatare che non sono intervenuti fatti o eventi interni o esterni all'impresa che inducano a modificare le conclusioni cui si è pervenuto.

Roseto degli Abruzzi, addì 8 FEBBRAIO 2017.



Dott. Tiberio Aloisi  
*[Signature]*

Repertorio n. 1363

**VERBALE DI ASSEVERAZIONE DI PERIZIA**

(Art. 1, n. 4, del R.D.L. 14 luglio 1937, n. 1666)

REPUBBLICA ITALIANA

L'anno duemiladiciassette, il giorno otto  
del mese di febbraio

**8 febbraio 2017**

In Roseto degli Abruzzi (TE), nel mio studio, alla Piazza  
Della Libertà n. 12.

Innanzi a me dott. SIMONA BAVA, Notaio in Roseto degli  
Abruzzi (TE), con studio ivi alla Piazza Della Libertà n.  
12, iscritto al Collegio dei Distretti Notarili Riuniti di  
Teramo e Pescara è presente:

ALOISI Tiberio, nato a Roseto degli Abruzzi (TE) il 25  
luglio 1956, ivi residente alla Via Michelangelo n. 61,  
codice fiscale LSA TBR 56L25 F585G, iscritto all'Ordine dei  
Dottori Commercialisti ed Esperti Contabili della Provincia  
di Teramo - sezione A, al n. 171 e nel Registro dei Revisori  
Legali dei Conti di cui al D.Lgs. 27 gennaio 1992 n. 88 dal  
21 aprile 1995 con D.M. 12 aprile 1995 (G.U. 31bis del 21  
aprile 1995 - 4° serie speciale) - n. iscrizione 934, con  
studio in Roseto degli Abruzzi (TE), alla Via Adriatica n.  
27, della cui identità personale io Notaio sono certo, il  
quale mi ha presentato la perizia che precede, scritta su  
numero 60 (sessanta) fogli chiedendo di asseverarla con  
giuramento.

Aderendo alla richiesta fattami, ammonisco ai sensi di legge  
il Comparente, il quale presta quindi il giuramento di rito  
ripetendo la formula: "Giuro di aver bene e fedelmente  
proceduto alle operazioni a me affidate e di non aver avuto  
altro scopo che quello di far conoscere la verità."

Del presente verbale, in parte scritto con sistema  
elettronico da persona di mia fiducia ed in parte scritto di  
mio pugno su fogli 1 (uno) per facciate 1 (una) ho dato  
lettura alla parte che lo approva e sottoscrive alle ore 18,40

