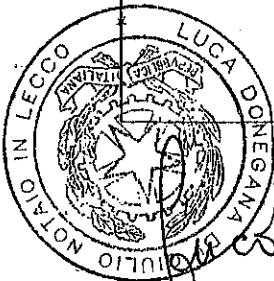


RELAZIONE DI STIMA

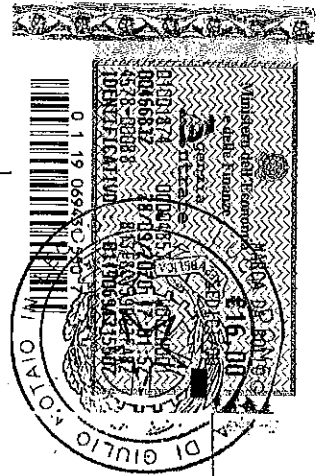
VALUTAZIONE DELLE QUOTE SOCIALI DELLA SOCIETA' SERUSO S.P.A.

PERIZIA REDATTA DAL DOTTOR FRANCESCO PUCCIO DOTTORE COMMERCIALISTA ISCRITTO
ALL'ALBO DEI DOTTORI COMMERCIALISTI DI LECCO AL N. 332 E AL REGISTRO DEI REVISORI
CONTABILI CON STUDIO IN LECCO VIA TRIESTE 20 - CODICE FISCALE PCCFNC77P24E507F



Luca Donegana

Francesco Puccio



VALUTAZIONE D'AZIENDA

Relazione

1. PREMESSA

Il sottoscritto ha ricevuto incarico nel 2019 dal Presidente del Consiglio di Amministrazione pro tempore di SILEA S.P.A. Mauro Colombo per la redazione di una perizia di valutazione della partecipazione detenuta nella società SERUSO S.P.A., società controllata.

L'incarico prevede la stesura di un elaborato peritale al fine di sottoporre agli amministratori alcuni elementi utili alla valutazione di eventuali operazioni sulla partecipazione in SERUSO S.P.A. detenuta da SILEA S.P.A.

La valutazione precedentemente resa a gennaio 2020, sulla base del bilancio al 31.12.2018, riportava un valore complessivo dell'azienda pari ad € 4,8mil.

Appare opportuno in questa sede procedere all'aggiornamento dei dati recependo il bilancio definitivo 2019 (che evidenzia una perdita di € 328.672) ed un forecast 2020 aggiornato che evidenziava una perdita di € 560k a fronte di un volume d'affari previsto di €5.553k.

Ritengo che in questo scenario vi siano due approcci da considerare:

Alla luce dei nuovi dati disponibili, la scelta è ricaduta sull'aggiornare la valutazione al 31 dicembre 2019, mantenendo i metodi di stima basati su dati consuntivi, comprendendo il periodo 2015/2019 caratterizzato da annualità omogenee. L'alternativa valutativa avrebbe comportato il cambio del tipo di approccio, utilizzando esclusivamente dati prospettici, relativi non solo al 2020 ma anche agli esercizi successivi, tenendo in considerazione gli impatti economici del revamping dell'impianto.

Ricordo che nella scelta della metodologia valutativa utilizzata nella precedente valutazione, si era optato per utilizzare criteri storici in continuità rispetto alle valutazioni dell'azienda intercorse negli ultimi anni. In sostanza si era ritenuto essere maggiormente obiettivo un utilizzo dei medesimi criteri utilizzati in valutazioni propedeutiche ad ipotesi di acquisizioni,



per evitare che una scelta di metodologia valutativa diversa rispetto a quella usata nel passato potesse essere giudicata arbitraria al fine di influenzare il risultato della perizia.

Nelle premesse al criterio reddituale applicato, inoltre, era stato evidenziato come l'approccio metodologico storico fosse prudentiale, non contemplando gli effetti virtuosi del nuovo investimento sulla redditività futura, e scontando politiche tariffarie che hanno caratterizzato i precedenti esercizi volte prevalentemente ad una riduzione del costo del servizio all'utilizzatore finale.

Contemplare ora, già in sede valutativa, i dati economici previsti per il 2020 e quindi gli effetti negativi della situazione economica attuale causata dall'epidemia sanitaria Covid-19, senza cambiare radicalmente l'approccio valutativo rappresenterebbe una scelta poco lineare. Sarebbe invece opportuno proseguire con i criteri sin qui adottati, seppur aggiornati, scontando l'attuale incertezza economica e le previsioni negative dell'esercizio in corso in sede di utilizzo del valore per la definizione di eventuali operazioni sul capitale.

La particolare situazione che sta caratterizzando questo periodo, renderebbe difficoltoso effettuare previsioni future, che sarebbe comunque caratterizzato da un grado di incertezza troppo elevato. Un approccio valutativo che comprenda i risultati reddituali del 2020 avrebbe dovuto necessariamente contemplare anche le previsioni economiche perlomeno del triennio successivo, contrapponendo ai dati negativi del 2020 i dati reddituali futuri legati al "revamping" dell'impianto ed alla crescita attesa.

Uno studio pubblicato nell'estate del 2020 da Cerved sull'impatto del Covid-19 sui settori e sul territorio, ha evidenziato, nello scenario pessimistico, una perdita di fatturato delle imprese italiane del 17,8% a cui seguirà una ripresa dei volumi di affari previsti per il 2021 ai livelli registrati nel 2018. In merito al settore di appartenenza di Seruso, le previsioni settoriali indicano nello "scenario base" una perdita del 9% per il 2020 completamente recuperata poi nel 2021, mentre nello "scenario pessimistico" la perdita prevista per il 2020 è del 24,8% in parte recuperata nel 2021 (il dato del biennio 2019/2021 indica una perdita del 2%). La perdita di fatturato prevista da Seruso nel forecast 2020 rispetto al consuntivo 2019 indica una perdita del 12% del volume d'affari, in linea con le previsioni dell'indagine, il che farebbe presupporre una ripresa nell'esercizio 2021 di gran parte dei volumi persi.



Dott. Francesco Puccio

pag. 2

Francesco Puccio

In una valutazione prospettica dell'azienda, si dovrebbero accogliere le previsioni di redditività emerse nel progetto di "revmping", valutando la facoltà di esclusione o normalizzazione dello stesso 2020 dal campione utilizzato. Nella prassi valutativa, infatti, prima dell'applicazione dei criteri scelti, si procede ad una "normalizzazione" dei dati a disposizione. Nel caso di conti economici e di bilanci d'esercizio, al fine di poter valutare la capacità reddituale dell'azienda in situazioni di normalità, la normalizzazione consiste nella sterilizzazione di costi e ricavi non ricorrenti derivanti da fenomeni straordinari di gestione o da eventi irripetibili aventi natura straordinaria. In alcuni casi si arriva addirittura all'esclusione di determinati esercizi ritenuti non omogenei o eccessivamente influenzati da eventi straordinari. A supporto di quanto sopra affermato, è indicativo ricordare che lo stesso Decreto 18/2020 "Cura Italia", che ha introdotto misure straordinarie per contrastare il periodo di crisi, ha previsto in tema di valutazione della sussistenza del principio di continuità delle società, la facoltà di non considerare l'esercizio 2020, in quanto renderebbe una raffigurazione dello stato di salute della società eccessivamente penalizzante a cause delle conseguenze dell'emergenza Covid-19, così come il Decreto 104 convertito nel mese di ottobre 2020 ha previsto la possibilità di non imputare ammortamenti nell'esercizio 2020 al fine di non gravare eccessivamente la struttura patrimoniale delle società.

In conclusione, si propone di assumere quale aggiornamento della perizia il recepimento del bilancio 2019 definitivo, indicando poi nei paragrafi conclusivi l'opportunità di considerare in sede di trattativa gli effetti del particolare momento storico in corso, dell'investimento di revamping e delle conseguenti risultanze economiche.

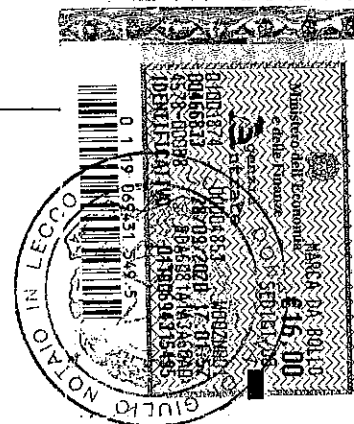
Il sottoscritto professionista era già stato chiamato a redigere delle perizie di valutazione della partecipazione detenuta in Seruso spa negli anni 2009 e 2011, in occasione di altre operazioni societarie. Nella presente valutazione vengono utilizzati i medesimi criteri di stima adottati all'epoca, applicati al nuovo scenario economico e patrimoniale.

L'elaborato si compone di una valutazione effettuata secondo diversi criteri di stima basati su metodi reddituali e patrimoniali.

La documentazione esaminata si compone di:

- Bilancio d'esercizio di Seruso spa al 31.12.2019;
- Bilancio di verifica di Seruso spa al 31.12.2019;

- Bilancio d'esercizio di Seruso spa al 31.12.2018;
- Bilancio di verifica di Seruso spa al 31.12.2018;
- Dettaglio fatturati di Seruso spa degli esercizi 2018, 2017 e 2016;
- Dettaglio crediti verso clienti di Seruso spa al 31.12.2018;
- Libro cespiti della società Seruso spa al 31.12.2018;
- Perizia di stima relativa agli immobili di Monticello e Verderio resa dall'arch. Lavelli in data 06.10.2009;
- Perizia di stima relativa all'immobile in Monticello redatta dall'arch. Locatelli in data 18.01.2017;
- Perizia di stima relativa all'immobile in Verderio redatta dall'arch. Missaglia in data 23.02.2016;



Lo scrivente conferma di avere ispirato il lavoro a principi di obiettività dei valori indagati ed espressi. La finalità della valutazione è quella di rappresentare la base negoziale di riferimento per l'ipotetica cessione o l'ipotetico acquisto di una partecipazione. La successiva fase negoziale terrà conto, in base al tipo di compravendita, di maggiorazioni in funzione di eventuali premi che potrebbero trasformare il "valore fondamentale" nel "prezzo fattibile" in funzione del tipo di investimento e di sinergie specifiche.

2. LA SOCIETÀ': SERUSO S.P.A.

La società SERUSO S.P.A. è una società attiva nel settore della gestione di impianti per la selezione dei rifiuti secchi ed omogenei, comprese le attività ed i servizi connessi, nonché le attività di valorizzazione delle frazioni riutilizzabili dei rifiuti.

E' iscritta al Registro delle Imprese della Camera di Commercio Industria e Artigianato di Lecco al n° 02329240135.

La sede della società è in Verderio Inferiore (LC) Via Piave 89.



Luca Donegana

Francesco Puccio

Alla data di conferimento dell'incarico la società partecipata risultava amministrata da un Consiglio di Amministrazione composto da 3 membri:

Massimiliano Valsecchi – Presidente

Silvia Negri – Consigliere

Luri Caturelli – Consigliere

Il Consiglio di Amministrazione è stato nominato in data 6 luglio 2016 fino all'approvazione del bilancio al 31 dicembre 2018.

Il capitale sociale ammonta a € 1.032.900,00 interamente sottoscritto e versato.

La durata della società è stabilita sino al 31/12/2050

Il Collegio Sindacale in carica alla data di conferimento dell'incarico e fino ad approvazione del bilancio al 31.12.2018 risultava così composto:

Francesca Colombo – Presidente

Paolo Farina – Sindaco effettivo

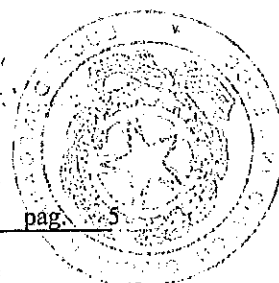
Moroni Adriana Maria – Sindaco effettivo

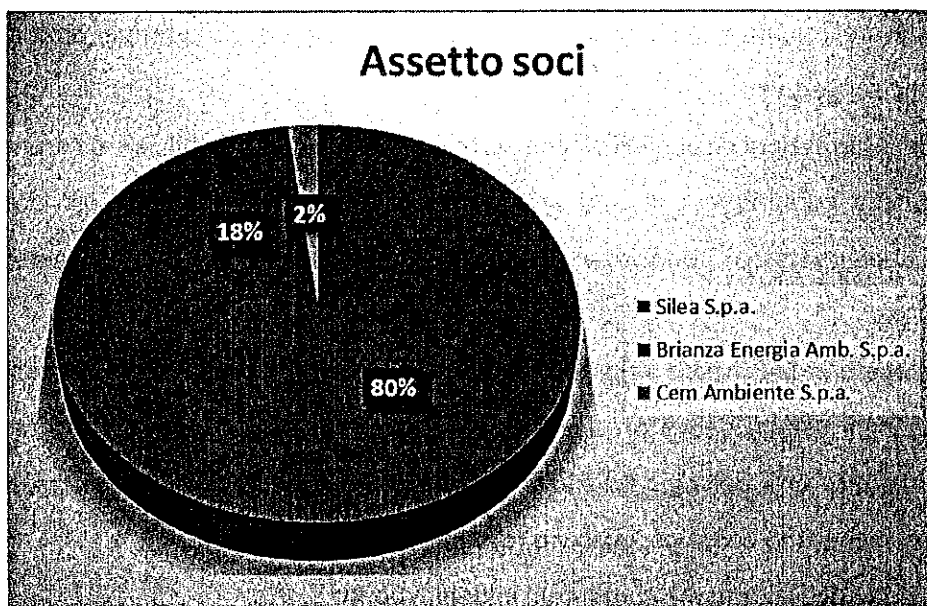
Giuseppe Riccardo Zani – Sindaco supplente

Marco Mannucci – Sindaco supplente

La compagine sociale è composta come di seguito:

SOCI	CAPITALE	%
Silea S.p.a.	€ 831.484,50	80,5%
Brianza Energia Amb. S.p.a.	€ 180.757,50	17,5%
Cem Ambiente S.p.a.	€ 20.658	2%
TOTALE	€ 1.032.900	100%





3. LA VALUTAZIONE D'AZIENDA

3.1 PREMESSE

Il sottoscritto ritiene necessario indicare i criteri sui quali ha basato le proprie deduzioni. Trattandosi della valutazione di un'Azienda ovvero di un complesso coordinato di beni in dinamico utilizzo da parte dell'imprenditore per perseguire un determinato risultato (reddito) la Dottrina Aziendale ha considerato e definito il valore attribuibile all'azienda "capitale economico" inteso quale valore sintetico ed unitario legato non solo ai flussi di reddito che ha prodotto e che produce, ma alle potenzialità accumulate per produrre in futuro flussi di reddito positivi.

Merita infatti ricordare che, secondo Zappa, il capitale economico "non è un fondo di valori diversi sebbene coordinati ma un unico valore risultante dalla capitalizzazione dei redditi futuri" (in "Il reddito d'Impresa", Milano 1937 pag.8) e che parimenti secondo il Ferrerò "il capitale economico è un valore unico suscettibile di determinazione soltanto attraverso una valutazione di sintesi" (in "La valutazione economica del capitale d'impresa", Milano 1966, pag.16).



32 - LA SCELTA DEL CRITERIO DI VALUTAZIONE

Luca D'Agostino

Francesco Puccio

La valutazione del capitale economico è certamente soggetta a grande spazio di determinazione soggettiva.

L'utilizzo delle informazioni disponibili alcune certe, razionali e dimostrabili, altre carenti di detti principi ma comunque con dati attesi (previsioni) e determinazioni di durata (tempo) e di impiego (tasso), sono veramente ancorati alla ratio soggettiva dell'Operatore della valutazione.

Ne deriva pertanto (e la Dottrina Aziendalistica e la prassi professionale sono concordi al riguardo) che ogni valutazione è presieduta dal principio di "relatività" della scelta del criterio; ciò significa che per ogni Azienda, a parità di documentazioni ed informazioni acquisite e nel medesimo contesto, possono formularsi valori diversi.

La determinazione dei valori tiene comunque in debito conto:

- le finalità per le quali si è richiesto la valutazione (fusione, cessione, ecc.),
- le attività svolte dall'Azienda ed il settore merceologico in cui essa opera,
- il particolare "status" dell'Azienda da valutare.

I principali criteri ai quali la dottrina Aziendalistica attesta validità operativa ed idoneità applicativa sono i seguenti:

A) METODO REDDITUALE

Il metodo reddituale considera il valore dell'Azienda in funzione del reddito e cioè in base a quel reddito che la Società potrà ragionevolmente realizzare in futuro.

E' infatti partendo dal reddito, opportunamente capitalizzato, che si giunge alla formulazione di un valore complessivo. Tale applicazione trova ragion d'essere nella convinzione secondo cui un'Azienda vale se e in quanto produce reddito.

Nella valutazione sono stati utilizzati come base di partenza i conti economici storici. La scelta di assumere come riferimento i dati dell'ultimo quadriennio si basa su due ragioni:

1. I risultati storici temporalmente più prossimi riflettono le più recenti dinamiche del mercato e sono quindi da ritenersi replicabili in futuro con un minor grado di incertezza;
2. L'assunzione di un periodo abbastanza esteso conduce generalmente a compensare gli effetti di circostanze positive e negative.

Questo metodo deve considerare:

- il reddito atteso (determinabile considerando i redditi medi degli esercizi precedenti),

- il tasso di capitalizzazione,
- il tempo.

Determinato il reddito atteso, il tasso ed il tempo, il capitale economico dell'Azienda sarà determinabile come segue:

$$W = R / i$$

dove:

W = Capitale Economico

R = Reddito medio normale atteso

i = tasso di capitalizzazione



Il suo utilizzo trova ragione di applicazione in aziende che non hanno nel patrimonio la loro fonte di reddito. La validità pratica del metodo può essere ricondotta alle seguenti considerazioni:

- nel lungo periodo i flussi monetari e il "reddito medio normale atteso" tendono a equivalersi, avvicinando i risultati ottenibili con tale metodologia a quelli ottenibili con il metodo finanziario;
- il reddito che normalmente la società è in grado di generare costituisce un dato di più agevole previsione rispetto alla stima dei futuri flussi monetari.

B) METODO DEL PATRIMONIO NETTO RETTIFICATO

Questo metodo considera il valore dell'Azienda in funzione del suo Patrimonio Netto opportunamente rettificato in base ai correttivi di valutazione indispensabili per l'aggiornamento di valori storici e per la determinazione anche delle fiscalità latenti contenute nelle eventuali plusvalenze.

Con questo metodo si considera un prelievo fiscale figurativo a carico dei maggiori valori in quanto le plusvalenze non sono né realizzate né iscritte in Bilancio.

$$W = \text{attivo rettificato} - \text{passivo}$$

Per giungere alla determinazione del patrimonio netto rettificato va attuata una valutazione analitica delle attività e delle passività dell'azienda, che si sviluppa in varie fasi, tra le quali:



- individuazione degli elementi specifici facenti parte del patrimonio dell'azienda da considerarsi oggetto di valutazione;
- la revisione contabile, nonché la correzione dei valori contabili compresi tra le attività e le passività patrimoniali;
- la stima del patrimonio netto rettificato;

C) METODO MISTO PATRIMONIALE - REDDITUALE

Il metodo "Misto", maggiormente utilizzato nei casi pratici di valutazione, esprime il valore di un'Azienda come sommatoria del Patrimonio Netto rettificato e dell'Avviamento (Goodwill), quest'ultimo calcolato come sovrareddito rispetto ad un reddito giudicato "normale" nel settore in cui opera l'Azienda da valutare tenuto conto del patrimonio investito:

$$W = K + a_{n|i} (R - ik)$$

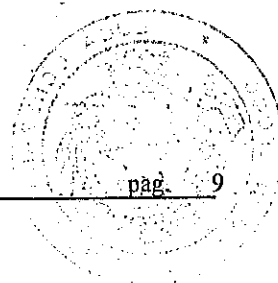
dove:

W	=	Capitale Economico
K	=	Valore del Patrimonio netto rettificato
N	=	tempo
i^1	=	tasso di attualizzazione
i	=	tasso di capitalizzazione
a	=	valore attuale della rendita unitaria immediata
R	=	Reddito medio normale atteso

D) CRITERIO "MEDIO" PATRIMONIALE - REDDITUALE

Altra e più semplicistica determinazione può essere quella di calcolare separatamente il valore patrimoniale e il valore reddituale per poi comporne una media dei due:

$$W = 1/2 (K + R/i)$$



In conclusione, l'adozione di differenti metodi valutativi consente, da un lato, di apprezzare profili e condizioni complementari che concorrono a identificare meglio e spiegare il valore delle Società; dall'altro, permette di delineare intervalli di stima maggiormente stabili, in quanto consente di valutare criticamente i risultati ottenuti con ciascun metodo.

Per questi motivi, nella presente Relazione di Stima, non è possibile identificare un metodo principale e altri metodi di controllo. Pertanto, i metodi prescelti non possono e non devono essere analizzati singolarmente, ma devono invece essere considerati come parte integrante di un unico processo di valutazione.

4 FASE APPLICATIVA DEL METODO DI VALUTAZIONE

4.1. METODO DEL PATRIMONIO NETTO RETTIFICATO

Le determinazioni valutative fanno riferimento al Bilancio al 31.12.2019.

A) Determinazione del patrimonio contabile

Dalla situazione Patrimoniale al 31.12.2018 emerge che il Patrimonio Netto contabile risulta essere:

Capitale sociale	€	1.032.900
Riserva legale	€	206.580
Altre riserve	€	793.404
Utile d'esercizio	€	328.672
PATRIMONIO NETTO CONTABILE	€	1.704.212

B) Rettifica del patrimonio netto contabile



Dott. Francesco Puccio

pag. 10

Francesco Puccio

La determinazione del Patrimonio Netto si ottiene attribuendo analitici valori ai componenti attivi e passivi del complesso aziendale. Trattandosi di beni tra di essi economicamente coordinati per l'esercizio di attività di impresa, si deve agli stessi attribuire un valore di funzionamento che consideri la complementarietà di tutti gli elementi della Situazione Patrimoniale anche se gli stessi vengono analiticamente considerati.

Nell'analisi dello Stato Patrimoniale il sottoscritto ha assunto come assodata l'applicazione delle norme del Codice Civile e dei Principi Contabili Nazionali, stante la presenza del collegio Sindacale altresì deputato al controllo contabile.

Per alcuni componenti dell'attivo si è resa tuttavia necessaria una rettifica al fine di adeguare i valori contabili ai valori attuali, tenendo però in debita considerazione, per le plusvalenze evidenziate, la relativa fiscalità latente.

In particolare, si può indicare quanto segue:

IMMOBILIZZAZIONI

IMMOBILIZZAZIONI IMMATERIALI

La voce è composta da:

- licenze di utilizzo di programmi software. Comprende l'acquisto delle licenze Office, licenze Antivirus, software gestionali dedicati; La voce è iscritta per l'importo di € 2.317;
- altre: la voce riguarda spese sostenute per migliorie apportate a beni di terzi quali impianti originariamente oggetto di locazioni finanziarie, iscritta per l'importo di € 18.212.

Si è ritenuto opportuno non valorizzare le immobilizzazioni immateriali in quanto trattasi di spese non correlate ad una utilità effettiva.

IMMOBILIZZAZIONI MATERIALI

Terreni e Fabbricati

Queste le proprietà immobiliari:

Immobile in Monticello Brianza Località Cortenuova Via Moneta

Identificazione catastale

Porzione immobiliare con destinazione industriale derivante da variazione catastale per divisione e diversa distribuzione degli spazi interni registrata all'UTE di Como in data 8 luglio 1996 protocollo n. 32, che a sua volta variava l'originario mappale 101 sub. 7 via Immacolata n. 25 piano 1 ora censita al NCEU di Monticello Brianza come segue:

Sez MON fg. 6 mappale 101 sub. 22 via Teodoro Moneta PT Rendita €. 16.631,35

Spogliatoi e servizi igienici derivanti dal frazionamento del mappale 101 sub. 702 in forza di denuncia di variazione e divisione presentata all'UTE di Lecco in data 10 agosto 2009 prot. n. 44868 che a sua volta variava con scheda presentata all'UTE di Como in data 19 dicembre 2000 prot. n. 50330 l'originario mappale 101 sub. 18, ora identificata come segue:

sez. MON fg. 6 mappale 101 sub. 705 via Teodoro Moneta snc PT cat D/1 Rendita €. 264,00

Servizi igienici al P1 composti da doccia, spogliatoio, e quattro w.c. derivanti dalle variazioni prima citate, ora:

sez. MON fg. 6 mappale 101 sub. 706 via Teodoro Moneta snc P1 cat D/1 Rendita €. 264,00

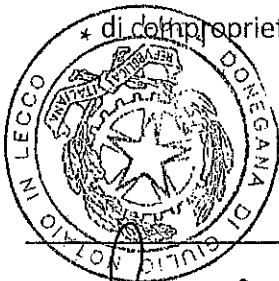
area esterna al fabbricato industriale già distinta in Catasto Terreni in forza di frazionamento n. 4313/2000 approvato dall'ufficio del Territorio di Como in data 21 dicembre 2000 con il mappale 2930 sub.b ora identificata come segue:

Sez. MON fg.2 mappale 3020 mq. 266

Descrizione generale del complesso

Trattasi di porzione di stabile industriale posto all'interno di un complesso di più capannoni di vecchio impianto, derivante dal frazionamento della ex proprietà Agrati Garelli. Costruito con sistema edilizio tradizionale, si compone di unico opificio con annessi accessori; presenta copertura a volta e struttura in elevazione in cemento armato con muri perimetrali di tamponamento. Pavimento in battuto di cemento. L'edificio allo stato attuale, non presenta interventi di ammodernamento particolari, ed evidenti sono i segni del tempo.

Confini del mappale 101 sub. 22 desunti dall'atto di compravendita: a nord immobile industriale mapp. 101 sub.8 altra proprietà della venditrice con diritto di servitù, ad est area esterna mapp. 1004; a sud area coperta ad uso tettoia e immobile ad uso industriale mapp. 101 sub. 18; ad ovest tunnel antincendio (ente comune). Con annessa la proporzionale quota * di proprietà nel tunnel antincendio comune.



Dott. Francesco Puccio

Francesco Puccio

Francesco Puccio

Confini del mappale 3020: mappale 2929, mappale 3019 ex 2930 sub. a, porzioni immobiliari di cui ai mappali 101 sub. 20 e 22.

Accesso e scarico: direttamente da via Moneta attraverso piazzale e area di manovra.

provenienza

mappale 101 sub. 22:

atto di compravendita in data 19 febbraio 1998 a rogito Notaio Manetto Martino Fabroni di Lecco repertorio n. 43141/10087, debitamente registrato e trascritto alla Conservatoria R.R.II di Lecco in data 3 marzo 1998.

successivo atto di identificazione catastale in data 23 giugno 1999 a rogito Notaio Francesco Brini di Missaglia repertorio n. 35266, debitamente registrato e trascritto alla Conservatoria R.R.II di Lecco il 22 luglio 1999 ai nn. 9412/6635

mappali 101 sub.705, sub 706 e mapp. 3020

atto di compravendita in data 29 dicembre 2000 a rogito Notaio Fabroni Manetto Martino di Lecco repertorio n. 45568, debitamente registrato e trascritto alla Conservatoria R.R.II di Lecco il 24 gennaio 2001 ai nn. 1139/852

atto di trasferimento sede sociale a rogito Notaio Giulio Donegana di Lecco in data 28 marzo 2007 rep. 90232/22425 trascritto alla Conservatoria R.R.II di Lecco il 6 aprile 2007 ai nn. 6775/3930

Comune di Verderio Inferiore, Via Piave 89

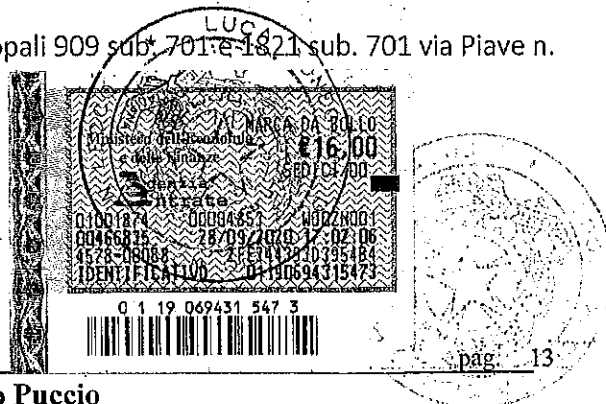
identificazione catastale

complesso industriale e accessori annessi costruito su area al mappale 1821 di ha 1.94.14 formatosi per ampliamento e fusione delle particelle originarie 908 – 909 e 122, passata all'urbano in forza di tipo mappale presentato all'UTE di Lecco in data 01 settembre 2006 prot. n. 85106 ora identificata come segue:

Comune di Verderio Inferiore

fg. 3 mappale 908 sub. 701 graffato con i mappali 909 sub. 701 e 1821 sub. 701 via Piave n. 89 PT/1 cat D/1 Rendita €. 86.526,00

Descrizione generale del complesso



capannone di forma rettangolare costruito intorno agli anni 1985/86, parallelo alla via Piave con il lato minore, si compone da due corpi di fabbrica contigui di altezza variabile; il primo antistante l'ingresso ha una altezza mt. 6,50, il secondo presenta una altezza di mt. 8,50: nella prima parte troviamo a piano terra magazzino, officina, servizi e spogliatoi oltre ad ingressi separati per abitazione custode e uffici, entrambi situati al piano primo. Intorno al capannone vi è area di manovra e parcheggi oltre a locali accessori per il funzionamento dell'impianto di riciclaggio presente.

Struttura in cemento armato con copertura in eternit, in parte già sostituita in prossimità della seconda porzione del capannone; presenta intervento di ammodernamento e riqualificazione nella zona destinata ad uffici e abitazione custode, mentre la restante è rimasta allo stato originario.

La proprietà è delimitata per tre lati con muri di confine a pannelli chiusi formanti anche zone di smistamento materiale di riciclo. Il quarto lato, da cui si accede, presenta anche aiuole e parcheggi.

Confini in corpo in senso orario con riferimento all'estratto mappa:

via Piave, mappale 880 – 1692 – 107 – 433 – 1430 – 1604 – 1944

Accesso e scarico: si hanno dalla via Piave.

Provenienza:

atto di compravendita Notaio Daniele Minussi di Lecco in data 31 marzo 2005 rep. n. 131146/16445, debitamente registrato e trascritto alla Conservatoria R.R.II di Lecco il 12 aprile 2005 ai nn. 6283/3827

Valutazione

Nella valutazione delle proprietà immobiliari detenute da Seruso spa, ci si è avvalsi, quali elementi di riferimento, dei valori espressi dalle perizie di stima commissionate dalla società nel corso degli anni, opportunamente verificate dallo scrivente.

Il bene era stato periziato originariamente nell'anno 2009 in occasione di una analoga relazione di stima della partecipazione, era stata commissionata all'Arch. Bambina Lavelli.

La perizia riguardava entrambi gli immobili (Verderio e Monticello), nello stato di fatto in cui all'epoca si trovavano (con l'immobile di Monticello già dismesso e con l'attività



Dott. Francesco Puccio

Francesco Puccio

produttiva già insediata a Verderio), ed esprimeva un valore di k€ 822 per Monticello e k€ 8.358 per Verderio.

Entrambi i beni sono stati poi nuovamente valutati da diversi professionisti, negli esercizi 2016 e 2017. In particolare, l'immobile di Verderio è stato periziato dall'Ing. Ivano Missaglia in data 23/02/2016 esprimendo un valore di k€ 8.315, mentre l'immobile di Monticello è stato periziato in data 18/01/2017 dall'Ing. Arch. Emanuele Locatelli che ha attribuito un valore di k€ 665.

In ultimo nel mese di dicembre 2019, l'ing. Ivano Missaglia ha reso un aggiornamento di perizia relativamente all'immobile di Verderio (che si allega), indicando un valore aggiornato del compendio immobiliare in € 8.813.750.

Alla luce di quanto sopra descritto, ai fini della valutazione si assumono i valori di € 665.000 per l'immobile di Monticello e di € 8.813.750 per l'immobile di Verderio.

In considerazione del fatto che, in merito all'immobile di Monticello, la società aveva contabilmente recepito, successivamente alla prima valutazione, un fondo svalutazione di k€ 112 in virtù delle necessarie opere di bonifica e ripristino, si può evidenziare come diversi valutatori nel corso degli anni hanno di fatto espresso valori analoghi per entrambi i beni:

	perizia 2009 Arch. Lavelli	perizia 2016/17 Ing. Missaglia Ing. Locatelli
Proprietà immobiliari Verderio	8.357.580	8.315.000
Proprietà immobiliari Monticello	821.889	665.000

Dalla tabella emerge in maniera evidente come per l'immobile di Verderio, due diverse valutazioni espresse a 7 anni di distanza da due valutatori distinti esprimono il medesimo valore (-0,5%), in linea con l'andamento dei valori immobiliari di mercato del periodo.

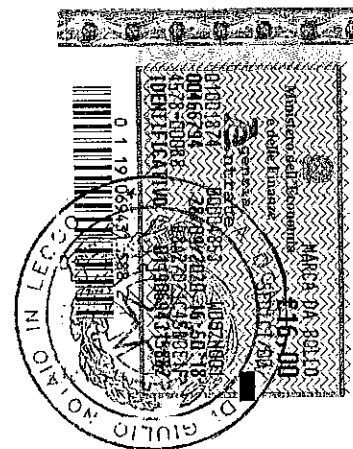
L'immobile di Monticello evidenzia un decremento di valore tra le due valutazioni, che trova giustificazione nella necessità di interventi di bonifica e ripristino già sopra evidenziati.

Alla luce di quanto sopra descritto, in considerazione del fatto che i valori del mercato immobiliare dal biennio 2016/2017 ad oggi non hanno evidenziato particolari variazioni, ai fini della valutazione si assumono i valori espressi dalle perizie del 2016 e 2017.

Occorre a questo punto individuare le rettifiche al patrimonio netto contabile, confrontando il valore a cui gli immobili risultano iscritti in contabilità, il loro valore fiscale, ed il valore di mercato attribuito. Appare opportuno ricordare che, per quanto riguarda l'immobile di Verderio, lo stesso era stato inizialmente acquistato mediante una operazione di leasing immobiliare, successivamente (nell'esercizio 2017) riscattato anticipatamente mediante la sottoscrizione di un mutuo ipotecario tuttora in corso. Il valore di riferimento del predetto immobile, è pari pertanto al valore di riscatto, generando così un importante differenziale tra costo storico e valore corrente.

Il confronto tra valore corrente e contabile dell'immobile in Monticello evidenzia una differenza negativa, così riassunta:

Immobile in Monticello	
valore netto di bilancio	770.762 €
valore di perizia	665.000 €
Minusvalore	- 105.762 €



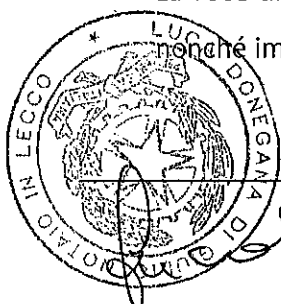
Mentre per quanto riguarda l'immobile di Verderio Inferiore, per i motivi sopra esposti, si evidenzia una rilevante differenza positiva così determinata:

Immobile in Verderio	
valore netto di bilancio	4.490.415 €
valore di perizia	8.813.750 €
Plusvalore attribuibile	4.323.335 €

Ai fini che qui interessano si assume pertanto a rettifica del patrimonio netto di riferimento la somma di € 4.217.573.

Impianti

La voce di bilancio comprende impianti specifici per la selezione e trattamento dei rifiuti nonché impianti generici asserviti agli immobili.



Dott. Francesco Puccio

Francesco Puccio

Per quanto riguarda gli impianti specifici, a supporto della perizia redatta nel 2009 era stato incaricato un perito estimatore. In tale esercizio era presente un rilevante investimento in locazione finanziaria che era stato valutato al valore corrente al netto del debito residuo.

L'impianto per la selezione della raccolta differenziata, oggetto della locazione finanziaria, era stato realizzato nel 2006, collaudato nel mese di luglio 2006 ed integrato con migliorie tecniche nel 2007/2008, seguite da ulteriore collaudo nel mese di febbraio 2008.

Lo stesso impianto, come si evince dal libro dei beni ammortizzabili, è stato riscattato nell'esercizio 2013, e solo da quell'anno pertanto il valore di riscatto è stato ammortizzato all'aliquota del 10%.

Ai fini della determinazione del valore corrente dell'impianto, è opportuno considerare l'anzianità non dell'iscrizione in bilancio (2013) ma della sua messa in opera (2006 e 2008). L'applicazione dell'aliquota di ammortamento del 10% per questa tipologia di beni, presuppone una vita utile egli stessi di 10 anni. Nel caso di specie, l'acquisto iniziale in leasing ha determinato l'applicazione del processo di ammortamento non dalla messa in funzione del bene ma dalla data di riscatto (2013), quando l'impianto risultava già in uso da 5/7 anni.

L'applicazione teorica del processo di ammortamento applicata al valore del bene, criterio spesso applicato per misurare il deprezzamento ed il valore residuo dei beni acquistati in leasing, evidenzerebbe un valore attuale dell'impianto sostanzialmente azzerato.

A sostegno di questa tesi, vi è la notizia recepita dagli Amministratori, di un progetto di investimento sugli impianti di Seruso spa, che prevede l'integrale sostituzione entro il 2021.

Per tutti questi motivi, si attribuisce all'impianto un valore corrente di k€ 400.

Impianto di selezione raccolta differenziata	
valore netto di bilancio	665.587 €
Deprezzamento	(265.587)€
valore netto attribuibile	400.000 €

Per quanto riguarda invece gli ulteriori impianti specifici e gli impianti generici asserviti agli immobili, si confermano i valori di bilancio, senza alcuna rettifica, considerata la congruità dell'ammortamento applicato rispetto al deprezzamento dei beni, e pertanto la corrispondenza del valore netto contabile con il valore di mercato.

Ai fini che qui interessano si assume pertanto a rettifica del patrimonio netto di riferimento il deprezzamento di € 265.587.

Attrezzature

Le attrezzature iscritte a bilancio in € 10.302 sono regolarmente ammortizzate in quattro anni. Si specifica che per gli investimenti effettuati in corso d'anno le aliquote vengono rapportate allo specifico periodo trascorso. *Si assume pertanto ai fini valutativi il valore netto contabile.*

Altri beni

Gli altri beni iscritti in bilancio per € 15.044 composti da mobili e macchine d'ufficio, macchine d'ufficio elettroniche, mezzi di trasporto interno (completamente ammortizzati) e autovetture (completamente ammortizzate).

Anche qui si conferma il dato contabile dato dal costo storico e dall'ammortamento in cinque anni per le macchine d'ufficio elettroniche e otto anni per i mobili e macchine d'ufficio. *Si assume pertanto ai fini valutativi il valore di € 15.044.*

Immobilizzazioni in corso

Trattasi di spese sostenute per la fase progettuale di innovazione tecnologica dell'impianto di processo. Il saldo finale ammonta ad euro 113.148.

Non avendo al momento la certezza della realizzazione dell'investimento, si ritiene prudenzialmente di non considerare tale importo ai fini valutativi.

IMMOBILIZZAZIONI FINANZIARIE

Sono iscritte in € 3.868 nel bilancio e rappresentano:



Dott. Francesco Puccio

pag. 18

Francesco Puccio

- quanto ad euro 1.291 una partecipazione detenuta dall'anno 1999 al consorzio C.I.S.E. operante nell'attività di coordinamento ed esecuzione per conto dei soggetti consorziati di servizi accessori alla selezione, raccolta, riutilizzo, riciclo, recupero e smaltimento di imballaggi nonché del controllo del livello qualitativo dei processi produttivi adottati;
- quanto ad euro 1.935 una partecipazione detenuta nel consorzio COREPLA (il Consorzio nazionale per la raccolta, il riciclo e il recupero degli imballaggi in plastica);
- quanto ad euro 126 una partecipazione acquisita nel 2018 nel consorzio CIAI, il Consorzio nazionale no profit che si occupa di avviare al recupero e al riciclo gli imballaggi in alluminio raccolti sul territorio italiano dai Comuni, o dalle società da questi delegate, tramite la raccolta differenziata;
- quanto ad euro 516 una partecipazione acquisita nel 2019 nel consorzio RICREA.

Ai fini valutativi si conferma il valore di bilancio.

RIMANENZE

Le rimanenze sono rappresentate da ricambi, gasolio e filo di ferro; sono valutate applicando il criterio del costo specifico.

Si conferma il valore di bilancio di € 233.964.

CREDITI

Crediti verso clienti

Iscritti a bilancio per € 1.947.622 composti da crediti verso clienti, fatture da emettere, note di accredito da emettere e fondo svalutazione crediti.

A monte della valutazione è stata condotta un'analisi di aging sui crediti verso clienti confrontando i fatturati verso ogni cliente nel triennio e la composizione dei crediti, al fine di verificare la presenza di indicatori di anomalia e l'effettiva esigibilità.

Alla luce dell'analisi condotta, ed in considerazione della composizione del portafoglio clienti, rappresentata prevalentemente da Comuni e Consorzi, si conferma, ai fini valutativi, il valore dei crediti inseriti a Bilancio.

In merito al fondo svalutazione crediti iscritto a bilancio, in considerazione di quanto sopra analizzato, si ritiene di confermare l'entità del fondo più che capiente rispetto ai risultati di analisi di aging, arrotondandolo ad € 35.0000,00.

Crediti verso controllante

La voce esprime il credito vantato nei confronti della società Silea spa iscritto al 31.12.2019 in € 59.153. *Non si effettuano variazioni ai fini valutativi.*

Crediti tributari

I crediti tributari iscritti in € 40.133,00 sono relativi all'acconto Ires.

Riscontrata l'effettiva consistenza dei crediti tributari, *non si effettuano variazioni ai fini valutativi.*

Crediti diversi

I crediti verso altri ammontano ad € 22.162 e riguardano per € 20.941 crediti verso amministratori di competenza degli esercizi 2007 e 2008, iscritti ai sensi del comma 718 L. 296/06 (finanziaria 2007) in seguito ad una delibera assembleare del luglio 2008 che recepiva una modifica nelle regole di remunerazione degli organi amministrativi delle controllate pubbliche in seguito ad una sentenza della Corte dei Conti.

Ai fini valutativi, in considerazione della natura e dell'anzianità del credito si ritiene prudentemente di svalutare l'importo di detti crediti per € 20.941.

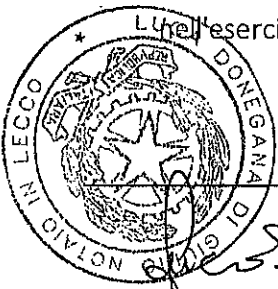
DISPONIBILITA' LIQUIDE

Le disponibilità liquide alla data di riferimento ammontano ad € 832.052 composte da saldo di c/c bancari ordinari per € 831.815 e denaro in cassa per € 237.

RATEI E RISCONTI

I Ratei ed i Risconti costituiscono appostazioni per l'esatta osservanza del criterio di competenza temporale. I primi costituiscono crediti o debiti derivanti da proventi od oneri di competenza a futura liquidazione finanziaria.

I risconti attivi e passivi sono quote di costi o di ricavi liquidate in via anticipata nell'esercizio considerato e di futura competenza.



Dott. Francesco Puccio

Francesco Puccio

I risconti attivi ammontano a € 48.525, di cui € 29.305 entro 12 mesi ed € 19.220, relativi ad oneri accessori su mutui, oltre 12 mesi.

I risconti passivi ammontano a € 17.051 e sono relativi un credito di imposta maturato in esercizi precedenti.

Ai fini valutativi si mantiene il valore iscritto in bilancio.

FONDI PER RISCHI E ONERI

I fondi per rischi e oneri sono iscritti per un totale di euro 255.733 e accolgono:

- quanto ad euro 73.000 le spese di bonifica relative all'immobile in Verderio
- quanto ad euro 111.876 il ripristino e la bonifica del terreno relativo al sito di Monticello
- quanto ad euro 27.897 le spese per vertenze legali
- quanto ad euro 42.959 l'accantonamento per spese future

Avendo assunto quale valore degli immobili quello derivante dalle perizie di stima citate nell'apposito paragrafo, già al netto delle eventuali svalutazioni operate dai periti, si ritiene di eliminare i fondi iscritti per le spese di bonifica relative all'immobile in Verderio e al sito di Monticello, registrando sul patrimonio netto un incremento pari a € 184.176.

TRATTAMENTO DI FINE RAPPORTO

Il Fondo di Trattamento di Fine Rapporto è iscritto per l'importo di € 783.827. Alla luce dell'assoggettamento del Bilancio di Esercizio al controllo contabile, si ritiene di considerare detto importo congruo e conforme alla normativa di lavoro.

DEBITI

Debiti verso soci

Risultano iscritti debiti verso soci per residui € 510.000,00 a titolo di finanziamento.

Debiti verso istituti di credito

I debiti verso istituti di credito includono un finanziamento chirografario dell'importo residuo di € 302.577 stipulato nel 2017 con la Banca Popolare di Sondrio al fine di ristrutturare i tetti dei due immobili ed un mutuo ipotecario dell'importo residuo di € 4.818.058 stipulato nel 2017 con il Credito Valtellinese utilizzato in parte per finanziare il

riscatto anticipato dell'immobile sito in Verderio, oggetto di ipoteca per l'importo complessivo di € 10.476.000.

Ai fini valutativi si assume il valore nominale dei debiti.

Debiti verso fornitori

Iscritti in € 938.999 rappresentano debiti commerciali correnti, debiti verso fornitori per fatture da ricevere e note di credito da ricevere.

Debiti verso controllante

Sono posizioni debitorie accese nei confronti della controllante Silea s.p.a. per totali € 9.152.

Debiti tributari

I debiti tributari sono iscritti in € 46.802 composti da ritenute da versare, imposte sostitutive, imposte d'esercizio da liquidare e Imposta sul Valore Aggiunto.

Debiti previdenziali

Ammontano a € 144.483 e riguardano debiti verso Inps, Inail e fondi.

Debiti diversi

I debiti diversi iscritti in € 325.929 comprendono i debiti verso dipendenti per retribuzione, debiti per ferie permessi e 14° mensilità, nonché debiti diversi per complessivi € 57.204.

I debiti sono stati valutati al valore nominale.

FONDI PER RISCHI ED ONERI

Il Fondo è stato aumentato, dallo scrivente, per effetto delle imposte latenti sui plusvalori netti sopra esposti a seguito delle rettifiche patrimoniali generate dal disallineamento dei valori contabili con i valori correnti.

Sulla scorta di una prassi valutativa corrente, si è assunto di recepire l'importo della fiscalità latente ridotto del 50% in considerazione dell'aleatorietà dell'effettiva manifestazione economica. L'ammontare della fiscalità latente così calcolata costituirà un elemento di riduzione del patrimonio netto.

La gestione contabile ed amministrativa della società consente un notevole grado di tranquillità circa la puntualità degli adempimenti societari e fiscali.



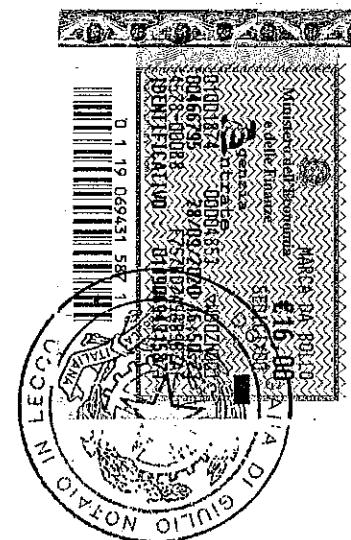
Dott. Francesco Puccio

pag. 22

Francesco Puccio

Si procede, a questo punto, alla rettifica del Patrimonio contabile:

PATRIMONIO NETTO	€ 1.704.212
VARIAZIONI INCREMENTATIVE	
+ TERRENI E FABBRICATI	€ 4.217.573
+ STORNO FONDI DI RIPRISTINO	€ 184.176
+ ARROTONDAMENTO FDO SVAL CREDITI	€ 3.962
VARIAZIONI DIMINUTIVE	
- IMMOBILIZZAZIONI IMMATERIALI	-€ 20.529
- IMMOBILIZZAZIONI IN CORSO	-€ 113.148
- RETTIFICHE SU IMPIANTI	-€ 265.587
- RETTIFICHE SUI CREDITI	-€ 20.941
- FONDO RISCHI IMPOSTE LATENTI	-€ 529.733
TOT. PATRIMONIO NETTO RETTIFICATO	€ 5.159.985

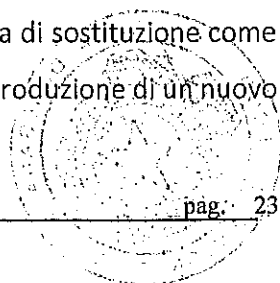


Il patrimonio netto rettificato con opportuno arrotondamento risulta pertanto essere di € 5.159.985 che in cifra tonda si indica in € 5.150.000.

PREMESSA AI CRITERI REDDITUALI

Prima di procedere alla determinazione del valore aziendale dal punto di vista reddituale è opportuno soffermarsi sulla tipologia di attività svolta, sulle strategie determinate dall'assemblea dei soci e sulle finalità da perseguire. Dal punto di vista economico/reddituale, gli ultimi esercizi sono stati caratterizzati da un indirizzo volto all'attenzione del costo del servizio sostenuto dagli utenti, in luogo della massimizzazione del profitto della società. Appare pertanto opportuno applicare anche i criteri di valutazione di tipo reddituale, che determinano cioè il valore dell'azienda in base alla capacità di produrre reddito, considerando però nella valutazione finale il peso specifico da attribuire alle risultanze ottenute, in considerazione delle premesse.

Ulteriore considerazione che appare opportuno esplicitare in questa sede, è rappresentata dal fatto che l'impianto di Verderio utilizzato dalla società è stato messo in funzione nel biennio 2006/2008, impianto pertanto datato ed in via di sostituzione come confermato dalle ipotesi di "revamping" al vaglio della società. L'introduzione di un nuovo



impianto genererebbe efficienze produttive in termini di quantitativi prodotti e costi diretti di produzione, che inciderebbero positivamente sulla redditività dell'azienda. Una valutazione reddituale di tipo prospettico che tenga in considerazione tali effetti, premierebbe maggiormente il valore dell'azienda oggetto di stima. In un'ottica prudenziale e di continuità rispetto alle precedenti valutazioni, tuttavia, si è preferito applicare criteri reddituali storici. Anche da questo punto di vista, i valori espressi dai criteri reddituali applicati saranno opportunamente pesati nella valutazione finale.

4.2. METODO REDDITUALE

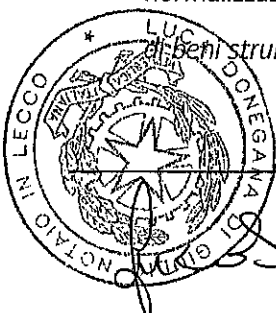
Al fine di procedere nell'applicazione dei criteri valutativi il reddito da utilizzare deve essere un reddito medio normale atteso, nonché al netto di imposte. Sostanzialmente si deve tener conto che il reddito:

- a) non deve essere condizionato in modo significativo da particolari alternanze congiunturali aziendali e di mercato,
- b) deve essere depurato da componenti estranee alla gestione caratteristica,
- c) deve essere prospettico e cioè ragionevolmente prevedibile con la struttura operativa in essere.

Analizzando il conto economico degli ultimi 4 anni l'azienda presenta una struttura organizzativa omogenea nel quadriennio considerato, che si è caratterizzato da una attività concentrata nel sito produttivo di Verderio.

Per quanto riguarda la neutralizzazione delle politiche di bilancio discorsive, al fine di determinare la capacità dell'azienda di produrre reddito, è opportuno analizzare le modalità di investimento che l'azienda ha intrapreso negli anni. Il principale investimento (immobile) è stato effettuato mediante contratto di locazione finanziaria, poi riscattato anticipatamente nell'esercizio 2017. Dal punto di vista reddituale, si rende pertanto necessario depurare il conto economico dai canoni pagati imputando quote di ammortamenti secondo le aliquote vigenti.

Lo stesso Guatri, nel "Nuovo trattato sulle valutazioni delle aziende" con riferimento alla normalizzazione dei risultati economici, ricorda come sia opportuno procedere alla normalizzazione in presenza di canoni leasing relativi ad investimenti rilevanti: "...i canoni annuali di beni strumentali in leasing (afferenti a beni immobili, impianti, ecc.) quando questi ultimi sono



interamente imputati al conto economico (mentre contengono in realtà oltre agli interessi passivi, una quota di rimborso del capitale). Ciò in quanto la durata dell'operazione di leasing, al termine della quale il prezzo di riscatto è solo simbolico o poco più, è nettamente più breve rispetto alla vita utile del bene considerato. In tal caso l'eccedenza del costo del leasing rispetto alla quota di ammortamento del bene va accertata e cancellata dai costi". In tal senso dispongono obbligatoriamente anche i nuovi principi contabili internazionali.

Questa la determinazione del reddito medio atteso:

	2019	2018	2017	2016
Risultato ante imposte	-235109	143512	137129	239140
Maggior reddito	134440	145922	215901	307928
Imponibile Irap	513.554	1.484.288	897.416	1.368.957
Aliquota IRAP (%)	3,90%	3,90%	3,90%	3,90%
Variazioni fiscali (dal risultato ordinario all'imponibile IRES - o IRPEG)	-335.283	8.098	217.171	543.266
Aliquota IRES (o IRPEG) (%)	24,00%	24,00%	27,50%	27,50%
Imposta media (computata sul reddito ordinario rettificato)	25.272	100.543	144.129	298.194
Risultato ordinario al netto delle imposte	- 125.941	188.891	208.901	248.874
Coefficiente di ponderazione del risultato ordinario netto	1,00	0,95	0,90	0,85
REDDITO MEDIO ATTESO (R)	145.981,25			

Partendo dal risultato netto, si ottiene il risultato ordinario depurandolo dall'imposizione fiscale, dalla gestione finanziaria, e dall'eccedenza dei canoni leasing rispetto alle quote di ammortamento. Nella fattispecie esaminata non è stato necessario procedere alla depurazione di altri elementi quali ammortamenti anticipati o emolumenti eccedenti in quanto la struttura dei costi analizzata non presenta ulteriori componenti straordinarie in tal senso.

Ottenuto il risultato ordinario, vengono considerate le variazioni fiscali ai fini irap e ires per calcolare l'imposta media. Il risultato ordinario al netto delle imposte viene poi ponderato attraverso un coefficiente. Il reddito medio atteso (R) risulta così arrotondato pari a € 146.000.

Il tasso di interesse "i" utilizzato è stato pari al 5% utilizzando un tasso free risk "r" maggiorato di un tasso di remunerazione di rischio considerando un beta di settore.

Applicando la formula del criterio reddituale per i flussi di reddito illimitato

$$W = R / i$$

si ottiene il valore del reddito normale atteso pari a € 2.920.000,-

4.3. METODO MISTO CON STIMA AUTONOMA DELL'AVVIAMENTO

Il criterio di valutazione "Misto" esprime il valore di un'Azienda come sommatoria del Patrimonio Netto rettificato e dell'Avviamento calcolato come sovrareddito rispetto ad un reddito giudicato "normale" nel settore in cui opera l'Azienda da valutare.

Le fasi applicative sono le seguenti:

- determinazione del patrimonio netto contabile,
- rettifica del Patrimonio Netto Contabile (K),
- determinazione del reddito medio normale atteso (R),
- determinazione del tasso di rendimento "normale" del settore (i),
- determinazione del tempo di capitalizzazione del sovrareddito (n),
- determinazione del tasso di attualizzazione (i'),

Avendo già determinato il patrimonio netto contabile rettificato, il reddito medio normale atteso, il tasso free risk (rf) il tasso di rendimento dei mercati, il beta ed il tasso di remunerazione di rischio, occorre determinare l'orizzonte temporale da considerare per poter procedere alla valutazione.

- Determinazione del tempo di capitalizzazione

Per la determinazione del tempo di capitalizzazione del sovrareddito, sono stati visti i principali criteri a supporto della determinazione.

Si sono pertanto esaminate le finalità della stima, la situazione aziendale, le previsioni di continuità e la situazione del mercato settoriale.

E' necessario pertanto decidere se considerare un orizzonte temporale limitato oppure illimitato. La teoria aziendale, e in minor misura anche la prassi professionale, è orientata alla maggior applicazione della formula della rendita perpetua e quindi a considerare un orizzonte temporale illimitato. Le ragioni di tale scelta sono di carattere economico e matematico.

Quelle di carattere economico risiedono nella considerazione che l'azienda sia un'istituzione destinata a perdurare nel tempo, lo stesso legislatore all'art. 2423-bis C.c. prevede il cd. principio di continuità, e quindi sia necessario considerare un orizzonte temporale illimitato.



Francesco Puccio

Francesco Puccio

Le ragioni di carattere matematico evidenziano che per un numero "n" di anni sufficientemente elevato (25 - 30, a secondo del tasso applicato), la differenza fra i risultati delle due formule è del tutto trascurabile.

Tuttavia talvolta può essere necessario il ricorso ad un orizzonte temporale limitato (comunque con un numero di anni non inferiore a cinque), quando, considerato il ciclo di vita dei prodotti, le tecnologie disponibili e il settore di riferimento, sia razionale aspettarsi che l'azienda cessi di esistere entro un determinato numero di anni (che diverrebbe l'"n" da considerare). È il caso, ad esempio, di società costituite per svolgere un determinato progetto e destinati a sciogliersi appena concluso.

Considerato quanto sopraesposto si è optato per un orizzonte temporale di 5 (cinque) anni considerato anche la media di quanto sia la più frequente determinazione attuale delle stime peritali (vedasi anche Guatri, opera citata, pag. 189).

$$R = 146.000$$

$$i = 5,00\%$$

$$K = 5.150.000$$

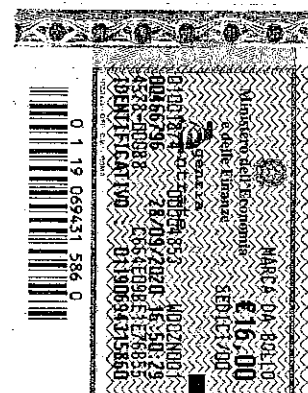
$$i' = 1,00\%$$

$$n = 5$$

$$W = K + a_{n||i}. (R - iK)$$

$$W = 4.608.842$$

Valore arrotondato a 4.600.000,00.



5. CONCLUSIONI

Il criterio misto appare maggiormente adatto ad esprimere un valore dell'azienda che possa basarsi su elementi oggettivi e consuntivi, tenendo conto delle componenti patrimoniali e reddituali. A conclusione del presente elaborato si esprime pertanto una valutazione aziendale complessiva di € 4.600.000.

Appare opportuno ricordare:

- (i) che il criterio reddituale è inficiato dalle strategie applicate nella conduzione dell'azienda, che privilegiano la riduzione dei costi in capo agli utenti rispetto alla massimizzazione dei profitti;

- (ii) che la marginalità dei futuri esercizi potrebbe beneficiare del progetto di revamping che prevede l'integrale sostituzione dell'impianto di trattamento dei rifiuti con miglioramenti produttivi e di marginalità;
- (iii) non sono contemplati gli effetti dell'emergenza sanitaria Covid-19 sulle previsioni economiche 2020.

La valutazione potrebbe derivare da metodologie scientifiche ed empiriche, da esperienza professionale e soffre comunque, come in ogni caso, di margini di soggettività. Fattori quali l'interesse, il mercato, l'alienazione di quote di maggioranza (con relativo premio) o di minoranza, potrebbero determinare sensibili variazioni nella determinazione dei valori contrattuali.

Esula infatti dalla valutazione la stima di valori derivanti da caratteristiche proprie delle singole partecipazioni aventi più o meno valore in base ai soggetti coinvolti, e quindi agli interessi dell'acquirente e del venditore.

Con riferimento al trattato di valutazioni L.Guatri "Nuovo trattato sulle valutazioni delle aziende", *"Il prezzo è funzione di tre componenti:*

- i. il valore economico*
- ii. i miglioramenti gestionali realizzabili*
- iii. le sinergie realizzabili dall'acquirente*

La somma dei tre fattori esprime il prezzo massimo economicamente giustificabile da parte di un acquirente razionale. Dato che un prezzo negoziato riguarda due specifici contraenti, il prezzo può includere alcune componenti di valore che non sarebbero riconosciute da generici soggetti operanti su un mercato astratto, in quanto non realizzabili da quest'ultimo. In particolare, i prezzi negoziati possono incorporare sinergie che non sono realizzabili da soggetti diversi dallo specifico acquirente".

Lecco, 24 ottobre 2020.

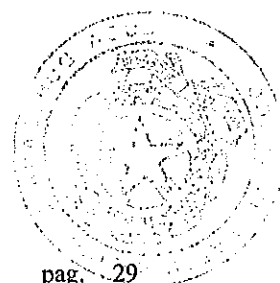
Con osservanza

(dott. Francesco Puccio)

Francesco Puccio

Dott. Francesco Puccio





N. 2911 di repertorio

VERBALE DI ASSEVERAZIONE DI PERIZIA

REPUBBLICA ITALIANA

Questo giorno di giovedì 19 diciannove novembre 2020 duemilaventanti.

In Lecco e nel mio studio posto in via Azzone Visconti n. 56.

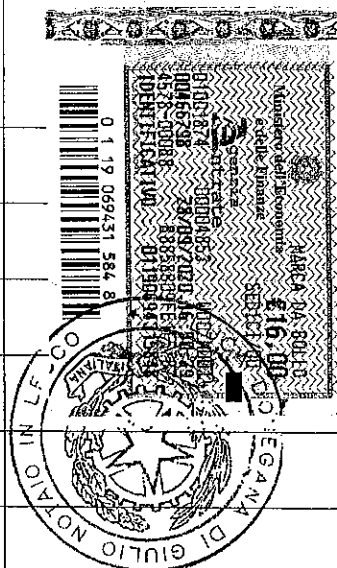
Avanti a me dott. Luca Donegana, Notaio alla residenza di Lecco, iscritto presso il Collegio Notarile dei Distretti Riuniti di Como e Lecco

è personalmente comparso il signor:

PUCCIO dott. FRANCESCO, nato a Lecco (LC) il giorno 24 settembre 1977, residente a Lecco (LC), via ai Poggi n. 83, Codice Fiscale: PCC FNC 77P24 E507F, di cittadinanza italiana, con studio in Lecco (LC), via Trieste n. 20/C, iscritto presso l'Ordine dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili per la circoscrizione del Tribunale di Lecco al n. 332/A e Revisore Legale iscritto al Registro dei Revisori Contabili al n. 138609

della cui identità personale sono io Notaio certo, il quale mi presenta la relazione peritale che precede, chiedendomi di asseverarla con giuramento, ai sensi dell'art. 1 del R.D.L. 14 luglio 1937 n. 1666.

Quindi deferisco il giuramento al comparente, previa ammonizione da me Notaio effettuata allo stesso sulle conseguen-



ze delle dichiarazioni mendaci o reticenti e sull'obbligo di

dichiarare la verità.

Il dott. PUCCIO FRANCESCO presta quindi il giuramento, pro-

nunciando le parole: "Giuro di aver bene e fedelmente adem-

piuto all'incarico ricevuto e quindi redatta la perizia so-

pra riportata, al solo scopo di far conoscere la verità".

Di questo atto, io Notaio, ho dato lettura al comparente che

lo ha approvato e confermato e con me lo sottoscrive alle

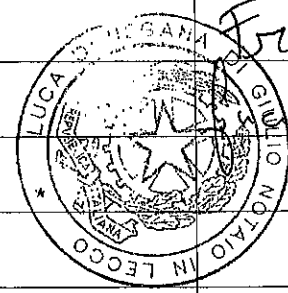
ore quindici e minuti

quindici

Consta di un foglio in parte dattiloscritto a sensi di legge

da persona di mia fiducia e in parte scritto di mio pugno,

per una facciata e parte della presente seconda facciata.



Francesco Puccio
[Signature]