



RELAZIONE ISTRUTTORIA

Liquidazione quota azioni detenute in ECOFOR SERVICE S.p.A.

Con la scissione di Geofor S.p.A., avvenuta nel 2005, il Comune di Pisa ha acquisito n. 362.948 azioni della Ecofor Service S.p.A. (d'ora in avanti ECOFOR o la Società) per un valore nominale di € 1,00 ciascuna e complessivo di € 362.948,00, che costituisce il pacchetto azionario posseduto fino ad oggi dall'Ente, con una quota del 31,021% del capitale sociale.

La Deliberazione C.C. n. 82 del 19.12.2013 ha rilevato l'insussistenza dei presupposti necessari al mantenimento della partecipazione da parte del Comune di Pisa, ai sensi dell'art. 3, c. 27, della L. 244/2007, comportando l'obbligo della dismissione della quota detenuta.

Il comma 569, art. 1, della L. 147/2013 (legge di stabilità 2014) ha introdotto, per le partecipazioni non detenibili dagli Enti Locali ai sensi del c. 27 citato, la cessazione ad ogni effetto della titolarità di socio, prevedendo che *"entro dodici mesi successivi alla cessazione la società liquida in denaro il valore della quota del socio cessato in base ai criteri stabiliti all'articolo 2437-ter, secondo comma, del codice civile"*.

Pertanto, con il 31.12.2014 si sono realizzati i presupposti per la cessazione della partecipazione ai sensi della Legge di stabilità 2014 e la Società è tenuta alla liquidazione, entro il 31.12.2015, della quota al valore stabilito ai sensi dell'art. 2437-ter cod. civ..

Per il calcolo del valore della quota, come prevede il c. 2 dell'art. 2437-ter del cod. civ., si prende a riferimento la "consistenza patrimoniale della società" e le "sue prospettive reddituali", o in alternativa quanto stabilito dallo Statuto sociale.

ECOFOR ha affidato all'advisor PKF Italia S.p.A. (PKF) l'incarico di determinare il valore corrente teorico della Società con riferimento alla data del 31.12.2014, a supporto del CDA, cui spetta deliberare in proposito.

Ai fini della valutazione, la PKF si è basata sui documenti redatti dalla Società, ovvero i bilanci di esercizio del triennio 2012-2014 ed il Piano Industriale 2015-2022.

I bilanci di esercizio approvati dalla Società sono riportati in sintesi nel seguente prospetto che rappresenta i bilanci riclassificati del periodo preso a riferimento dalla PKF (2012-2014):



		2014	2013	2012
Stato patrimoniale		39.556.528	37.284.545	35.957.661
Attivo	+	39.556.528	37.284.545	35.957.661
Attivo Fisso - Immobilizzazioni	+	28.754.615	27.480.028	25.655.179
Immobilizzazioni immateriali	+	274.803	355.582	374.693
Immobilizzazioni materiali	+	27.069.728	25.714.512	23.870.552
Immobilizzazioni finanziarie	+	1.410.084	1.409.934	1.409.934
Attivo circolante	+	10.801.913	9.804.517	10.302.482
Rimanenze	+	410.172	415.179	653.312
Liquidità Differite	+	8.260.025	8.291.418	9.361.179
Liquidità Immediate	+	2.131.716	1.097.920	287.991
Passivo	-	39.556.528	37.284.545	35.957.661
Patrimonio netto	-	7.200.770	6.946.510	7.297.581
Passività a Lungo (Consolidate)	-	23.604.499	22.367.596	20.390.849
Passività a Breve (Correnti)	-	8.751.259	7.970.439	8.269.231
Conto Economico		+	+	+
Valore della Produzione (o Prodotto d'Esercizio)	+	19.239.188	18.450.415	23.334.491
Costi della produzione	-	16.974.585	16.289.859	20.416.234
Consumo di Materie	-	1.480.451	1.470.129	1.302.180
Margine Industriale Lordo (M.I.L.)	-	17.758.737	16.980.286	22.032.311
Spese per Servizi Esterni (S.O.E.)	-	7.605.378	8.131.269	11.276.328
Valore Aggiunto	-	10.153.359	8.849.017	10.755.983
Spese per il Personale	-	3.470.403	3.469.562	3.261.242
Margine Operativo Lordo	-	6.682.956	5.379.455	7.494.741
Ammortamenti	-	4.418.353	3.218.899	4.576.484
Risultato Operativo		2.264.603	2.160.556	2.918.257
Saldo Gestione Finanziaria		-307.534	-218.704	-191.731
Proventi Finanziari	+	18.588	13.120	10.248
Oneri Finanziari	-	326.122	231.824	201.979
Saldo Gestione Straordinaria		-7.214	-19.270	-47.047
Proventi Straordinari	+	13.756	990	5.737
Oneri Straordinari	-	20.970	20.260	52.784
Risultato Esercizio Lordo		1.949.855	1.922.582	2.679.479
Imposte dell'esercizio	-	701.095	670.753	908.071
Risultato Netto Esercizio		1.248.760	1.251.829	1.771.408

Il Piano Industriale 2015-2022 è stato approvato nella seduta del CDA del 22.06.2015 ed è stato trasmesso al Comune di Pisa con nota prot. n. 55835 del 04.08.2015.

Il Piano prevede una serie di regole e logiche (dette *assumptions*) che strutturano la base per la definizione e l'elaborazione del Piano stesso.

In particolare sono state previste le seguenti *assumptions*:

- Nuovo impianto per il trattamento dei fanghi urbani: impianto da far entrare in funzione nel 2015 e da locare a terzi.
- Cessazione attività della discarica di Cascina nel 2016, con sostenimento dei costi *post mortem* fino al subentro del Comune di Cascina nel 2026.
- Utilizzo del lotto 3 della discarica di Gello (attualmente in coltivazione) fino al completamento previsto nel 2022. Successivamente sostenimento dei costi *post mortem* per 30 anni.
- Acquisizione del materiale codice CER 191212 per la discarica di Pontedera.
- Incremento del fatturato v/terzi per interventi tecnici da effettuare per il trattamento dei reflui e del percolato.
- Prosecuzione delle iniziative per il recupero dell'energia e delle materie prime, senza prevedere ulteriori sviluppi in termini di fatturato.



La Società, inoltre, prevede di sviluppare il trattamento dei liquidi e dei fanghi con la realizzazione di nuovi impianti e processi, incrementare il livello di utilizzo degli impianti di depurazione, incrementare il recupero di materie prime da riutilizzare in industria e agricoltura, potenziamento della produzione di energia e la possibilità di introdurre nuove linee di attività.

Il Piano approvato sulla base delle precedenti considerazioni è sintetizzato nei seguenti schemi di Conto Economico e Stato Patrimoniale:

Conto Economico										
	dati in €/000	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Ricavi Principali		16.659	17.733	17.824	15.689	15.739	15.639	15.689	15.739	15.789
Altri ricavi		2.580	1.571	1.347	1.320	1.249	1.240	1.247	1.247	1.247
Valore della Produzione		19.239	19.304	19.171	17.009	16.988	16.879	16.936	16.986	17.036
Costi per materie		-1.481	-1.381	-1.343	-1.344	-1.347	-1.341	-1.345	-1.345	-1.345
Costi per Servizi		-4.614	-4.168	-4.180	-3.780	-3.834	-3.834	-3.883	-3.910	-3.936
Godimento Beni di terzi		-404	-422	-362	-294	-294	-294	-230	-229	-229
Costi per Personale		-3.567	-3.598	-3.618	-3.628	-3.638	-3.648	-3.658	-3.668	-3.678
Oneri diversi di gestione		-1.312	-1.607	-1.457	-1.457	-1.457	-1.457	-1.457	-1.457	-1.457
Margine Operativo Lordo		7.861	8.128	8.211	6.506	6.418	6.305	6.363	6.377	6.391
Ammortamenti e Accantonamenti		-5.551	-4.576	-4.865	-4.163	-3.999	-4.060	-4.151	-3.891	-3.329
Risultato Operativo		2.310	3.552	3.346	2.343	2.419	2.245	2.212	2.486	3.062
Gestione Finanziaria		-349	-384	-334	-263	-192	-112	-73	-65	-56
Gestione Straordinaria		-11	-11	-11	-11	-12	-12	-11	-12	-11
Risultato Ante Imposte		1.950	3.157	3.001	2.069	2.215	2.121	2.128	2.409	2.995
Imposte		-701	-1.046	-974	-674	-700	-659	-659	-745	-931
Risultato Netto		1.249	2.111	2.027	1.395	1.515	1.462	1.469	1.664	2.064

Stato Patrimoniale										
	dati in €/000	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
IMPIEGHI										
Attività Correnti		8.279	7.788	7.337	7.452	7.622	7.674	7.721	7.832	7.729
Passività Correnti		-6.158	-5.081	-4.667	-4.817	-4.969	-4.572	-4.475	-4.678	-4.608
Ratei		220	160	99	38	-23	-83	-144	-144	-144
Capitale Circolante Netto Operativo		2.342	2.866	2.769	2.673	2.630	3.018	3.102	3.010	2.977
Immobilizzazioni Nette		28.781	29.292	27.367	25.880	24.031	21.869	19.624	17.208	15.300
Capitale Investito		31.122	32.159	30.136	28.553	26.662	24.888	22.725	20.218	18.276
Fondi		-16.034	-16.167	-14.139	-13.732	-13.210	-12.757	-12.251	-12.927	-13.546
Capitale Investito Netto		15.088	15.992	15.997	14.821	13.452	12.131	10.474	7.291	4.730
FONTI										
Mezzi di Terzi		10.018	7.680	6.693	5.155	2.969	943	370	126	0
Liquidità		2.130	0	0	0	0	0	1.821	5.690	9.358
Posizione Finanziaria Netta		7.888	7.680	6.693	5.155	2.969	943	-1.452	-5.564	-9.358
Capitale Sociale		1.170	1.170	1.170	1.170	1.170	1.170	1.170	1.170	1.170
Riserve		4.782	4.782	4.782	4.782	4.782	4.782	4.782	4.782	4.782
Utili portati a nuovo		0	250	1.305	2.319	3.016	3.774	4.505	5.239	6.071
Risultato Esercizio Netto		1.249	2.111	2.027	1.395	1.515	1.462	1.469	1.664	2.064
Patrimonio Netto		7.201	8.312	9.284	9.666	10.483	11.188	11.926	12.855	14.088
Totale Fonti		15.088	15.992	15.997	14.821	13.452	12.131	10.474	7.291	4.730



Sulla base di questi documenti la PKF ha elaborato la Relazione di determinazione del valore corrente teorico della Società, ricorrendo al metodo cosiddetto del Discounted Cash Flow (DCF), precisamente nella sua versione *unlevered*, che consente una stima del valore del capitale aziendale mediante l'attualizzazione dei flussi di cassa in un prefissato periodo temporale.

Il DCF può essere sintetizzato nella seguente formula:

$$EqV = EV + SA + PFN$$

Dove:

EqV = Equity value

EV = Enterprise Value

SA = Surplus Assets

PFN = Posizione Finanziaria Netta

A sua volta l'EV è determinato come:

$$EV = \sum_{t=1}^n \frac{FCt}{(1+i)^t} + \frac{VR}{(1+i)^n}$$

Dove:

EV = Enterprise Value

FC = Flussi di cassa operativi dei periodi presi in esame (i flussi sono di tipo *unlevered*, ovvero determinati come EBIT - Imposte EBIT+Amm. e Acc. +/- Var. Cap. Circ. +/- Var. Cap. Fisso).

t = singoli periodi

i = tasso di attualizzazione

n = orizzonte temporale preso a riferimento

VR = Valore Residuo

Il Tasso di Attualizzazione *i* applicato dalla PKF è il "Costo medio Ponderato del Capitale", denominato anche WACC, ovvero:

$$WACC = Ke * \frac{E}{D + E} + Kd * \frac{D}{D + E} * (1 + tax)$$

Dove:

WACC = Costo Medio Ponderato del Capitale (ovvero *i*, tasso usato per l'attualizzazione dei flussi)

Ke = Costo del capitale di Rischio

Kd = Costo del Capitale di debito

E = Mezzi propri

D = Indebitamento

tax = aliquota fiscale

Il Costo del Capitale di Rischio *Ke* è definito dalla seguente formula:

$$Ke = rf + \beta * (rm - rf) + EP = rf + \beta * MRP + E$$

Dove:

rf = Rendimento degli investimenti privi di rischio

rm = rendimento di un portafoglio di attività rappresentativo del mercato

β = indice di rischiosità della società rispetto alla media del mercato

MRP = premio per il rischio di mercato

EP = Extra rendimento specifico



Elementi come il tasso di attualizzazione, il periodo di riferimento e l'individuazione dei flussi di cassa, risentono della discrezionalità utilizzata dal valutatore nelle scelte operate con il metodo reddituale ma consentono di poter attribuire all'azienda un valore economico teorico che considera sia il valore operativo della stessa, sia il valore di mercato di eventuali *surplus asset* non inerenti la gestione caratteristica, sia la consistenza di debiti onerosi alla data di riferimento della valutazione.

Pertanto tale metodo è coerente con i dettami per la valutazione previsti dal comma 2 dell'art. 2437-ter, oltretutto riconosciuto attualmente come il migliore anche in campo internazionale.

Solitamente le stime prevedono un *range* di valore tra un minimo ed un massimo: secondo PKF il valore economico teorico della ECOFOR è compreso tra € 10.474 mila e € 11.202 mila, con un valore medio di € 10.836 mila.

La Società ha comunicato con nota del 27.07.2015 n. 15/678/DIR/RS, ricevuta dal Comune di Pisa al prot. n. 54173 del 28.07.2015, che in data 20.07.2015 si è tenuta l'Assemblea dei Soci che ha deliberato di liquidare la partecipazione dell'Ente al valore massimo di stima della PKF, e che quindi ciascuna delle 362.948 azioni possedute dal Comune è stata valutata al prezzo di € 9,574, per un valore di liquidazione complessivo di € 3.474.994.

Il Comune di Pisa, con Determina DD-06 n. 572 del 09.06.2015, ha affidato la procedura comparativa del servizio di analisi, verifica tecnica, finanziaria ed economica per il supporto ed il governo delle società partecipate al raggruppamento di imprese Moores Rowland Bompani S.r.l. (MRB – per la consulenza economico-finanziaria) e Studio Abbagnale (assistenza e consulenza giuridica).

La MRB ha presentato al Comune la propria relazione di stima in cui evidenzia che l'adozione di diverse metodologie di calcolo da parte dell'advisor PKF avrebbe prodotto un valore inferiore a quello fissato, anche considerando scenari più favorevoli.

In conclusione, si prende atto che il valore di liquidazione delle 362.948 azioni possedute dal Comune di Pisa, approvato dalla ECOFOR con deliberazione dell'Assemblea del 20.07.2015, è stato ritenuto congruo anche dal valutatore esterno incaricato dal Comune di Pisa e che dunque si può procedere all'adozione degli atti necessari alla liquidazione della quota.

Pisa, 22 settembre 2015

L'Istruttore direttivo
Dott. *Alessandro Benassi*