



Via Aurelio Saffi 25  
20123 Milano

Telefono +39 02 4986350-7  
PEC uhybompani@legalmail.it  
Web www.uhy-it.com

Spett.le Comune di Pisa  
Ufficio Partecipazioni

**Oggetto: Parere di congruità in merito al valore del capitale economico della società Geofor S.p.A.**

### **Disclaimer**

*La presente relazione è stata predisposta da UHY Bompani S.r.l. per conto del Comune di Pisa. Scopo esclusivo del presente documento è quello di verificare la congruità del valore del capitale economico della società Geofor S.p.A. (nel proseguo "Società") predisposta dall'Advisor incaricato dalla Società (nel proseguo "Advisor")*

*Nel predisporre la seguente relazione UHY Bompani S.r.l. si è basata su informazioni e dati pubblici (bilanci civilistici della Società e dei suoi competitors) nonché sulla perizia di stima del capitale economico predisposta dall'Advisor.*

*La perizia di stima del capitale economico della Società, così come predisposta dall'Advisor, contiene inoltre affermazioni e stime, anche future, per le quali, nessuna responsabilità viene o verrà assunta da UHY Bompani S.r.l. riguardo l'accuratezza di tali affermazioni e stime, nonché sull'accuratezza e correttezza delle informazioni e dati ricevuti dalla Società.*

*L'incarico in oggetto non ha previsto lo svolgimento di procedure di revisione contabile sui bilanci della Società. Inoltre non sono stati effettuati accertamenti circa l'eventuale sussistenza di passività di natura fiscale, contrattuale, previdenziale non comprese nella documentazione e nelle informazioni e dati pubblici, come sopra definiti, della Società, né è stata svolta alcuna attività di due diligence indipendente. Pertanto ai fini della stesura del presente documento abbiamo fatto pieno ed esclusivo affidamento sulla veridicità, accuratezza, completezza di tutte le informazioni comprese sia nelle informazioni e nei dati pubblici della Società, sia nella perizia di stima predisposta dall'Advisor, senza svolgere alcuna verifica indipendente sulle stesse.*

*Il contenuto della presente relazione è strettamente confidenziale e le informazioni in essa contenute, o rese disponibili da ulteriori indagini, devono essere mantenute in assoluta riservatezza.*

*Il presente documento non può essere copiato, riprodotto, reso noto o distribuito a terzi, senza un precedente consenso scritto da parte di UHY Bompani S.r.l., che non verrà irragionevolmente negato.*

## 1. Premessa

In relazione all'incarico conferitoci dal Comune di Pisa con Determinazione DD-06/572 del 9 giugno 2015, esecutiva il 25 giugno 2015, avente ad oggetto un supporto ed un'assistenza tecnico-economica in ambito finanziario e giuridico, relativamente alle società partecipate dall'Ente, ci è stato richiesto di svolgere una verifica tecnico economica in ordine alla congruità e all'adeguatezza del valore di Geofor S.p.A.

A tale riguardo, premesso che:

- l'Autorità per il servizio di gestione integrata dei rifiuti urbani nell'A.T.O. "Toscana Costa" ha deliberato di procedere all'affidamento della gestione del servizio ad una società mista il cui socio privato è scelto mediante gara ad evidenza pubblica "a doppio oggetto";
- nelle more dello svolgimento della gara, è stata costituita una newco, RetiAmbiente S.p.A., attualmente a totale capitale pubblico, nella quale gli Enti Locali, proprietari delle attuali società di gestione dei rifiuti, potranno conferire le rispettive partecipazioni, previa liquidazione degli eventuali soci privati. Successivamente a questo avverrà l'ingresso all'interno della compagine sociale di RetiAmbiente S.p.A. del socio privato selezionato mediante la citata gara;
- in tale ottica è stato ipotizzato che il Comune di Pisa conferisca in RetiAmbiente S.p.A. la propria partecipazione detenuta in Geofor S.p.A.

Detto conferimento è previsto a seguito della liquidazione delle quote detenute da parte dei soci privati in Geofor S.p.A.;

- al fine di dare corso a tutte le suddette operazioni, l'A.T.O. aveva affidato alla società Mazars S.p.A. (*nel proseguo "Mazars"*) l'incarico per la predisposizione di una stima del capitale economico delle società dell'A.T.O. interessate dalle operazioni di conferimento, fra cui anche Geofor S.p.A. Con nota del 26 giugno 2014 l'A.T.O. ha trasmesso al Comune di Pisa, la valutazione di Geofor S.p.A., predisposta da Mazars, con riferimento alla data del 1° febbraio 2014, dalla quale emergeva che il valore economico di Geofor S.p.A. risultava pari ad euro 9.453.664;
- a seguito di tale perizia di stima del valore economico predisposta da Mazars non sono seguite operazioni societarie;
- successivamente, l'A.T.O. ha conferito mandato a B.D.O. Italia S.p.A. (*nel proseguo "BDO"*), che ad agosto 2015 ha incorporato Mazars, di effettuare nuove valutazioni delle società interessate dalle operazioni di conferimento.

Con nota del 9 novembre 2015 l'A.T.O. ha trasmesso una nuova perizia di stima della Geofor S.p.A., riferita alla data del 30 giugno 2015, dalla quale emerge che il valore economico di quest'ultima ammonta ad euro 14.050.000;

- entrambe le perizie di stima predisposte da Mazars prima e BDO poi, si sono basate sul metodo misto reddituale-patrimoniale;
- ai fini della stesura della presente relazione abbiamo fatto pieno ed esclusivo affidamento circa la veridicità, accuratezza, completezza di tutte le informazioni comprese sia nelle informazioni e nei dati pubblici della Società, sia nella perizia di stima predisposta dall'Advisor, senza svolgere alcuna verifica indipendente sulle stesse;

per tutto quanto sopra specificato si rileva quanto di seguito riportato.

## 2. Descrizione della Società

La Società GEOFOR S.p.A., ha sede in Viale America 105 - Pontedera (PI) codice fiscale e partita IVA n. 01153330509, iscritta al Registro Imprese di Pisa, num. REA 104353. Detta Società si è costituita il 18 gennaio 2001 a seguito dell'approvazione della deliberazione di Consiglio n. 4 come società unica per la gestione dei rifiuti urbani. Allo stato attuale il Comune di Pisa detiene una partecipazione di n° 1.613.107 di azioni per un valore complessivo di euro 838.815,64 pari al 31,021% del Capitale Sociale.

Il Capitale sociale, pari ad euro 2.704.400, risulta interamente sottoscritto, versato, e suddiviso in 5.200 azioni ordinarie del valore nominale di euro 0,52.

L'attività della Società ha per oggetto lo svolgimento diretto o tramite società partecipate e/o non, delle attività relative alla gestione dei servizi di igiene ambientale, in particolare:

- organizzare e gestire impianti e servizi di selezione dei rifiuti, nonché la promozione e attuazione della raccolta differenziata;
- svolgere attività di gestione e smaltimento di rifiuti pericolosi e non, oltre che scarti di rifiuti derivanti da produzioni industriale e artigianali;
- autotrasporto di cose in conto proprio o di terzi;
- assumere appalti o concessioni da aziende pubbliche o private delle attività di cui sopra;
- svolgere attività di raccolta differenziata compreso la riduzione volumetrica dei materiali provenienti da tale raccolta e conseguentemente distribuire e commercializzare tali prodotti;

- produrre, commercializzare e distribuire compost di ogni genere ricavato dal trattamento della frazione organica selezionata dal rifiuto.

La Società struttura il proprio servizio di offerta su 3 macro-livelli:

- servizi ambientali: raccolta rifiuti, stazioni ecologiche, igiene del territorio;
- termovalorizzazione: smaltimento di rifiuti e commercializzazione e vendita di energia elettrica ricavata dall'incenerimento degli stessi;
- impianti: produzione compost, selezione carta, piattaforma di selezione.

La durata della Società è fissata fino al 31 dicembre 2070 e può essere prorogata con le formalità previste dalla legge.

### **3. Esame della perizia BDO - La scelta del metodo di valutazione utilizzato**

Come specificato in premessa la perizia di stima circa il valore economico di Geofor S.p.A. è stata predisposta da BDO mediante l'utilizzo del metodo misto patrimoniale-reddituale. Infatti in considerazione delle finalità con cui è stata predisposta tale valutazione, le informazioni economico-finanziarie disponibili, il mercato di riferimento della Società e la tipologia di attività svolta, il metodo misto patrimoniale-reddituale è stato ritenuto, tra i metodi generalmente utilizzati, quello che meglio poteva rappresentare la relazione esistente tra il patrimonio investito e la capacità dell'impresa di produrre reddito.

Il metodo misto patrimoniale-reddituale basa il proprio presupposto sulla determinazione del valore economico attraverso l'utilizzo della seguente formula:

$$W = \text{PNR} + a_{n-1} i * (R-i * \text{PNR})$$

in base alla quale al Patrimonio Netto Rettificato (PNR) viene aggiunto il calcolo autonomo dell'avviamento (positivo o negativo) della società oggetto di stima.

La nostra analisi ha quindi preso in esame sia la determinazione del Patrimonio Netto Rettificato in relazione alle rettifiche che sono state apportate alla situazione al 30 giugno 2015, nonché le modalità di determinazione dell'avviamento.

#### **3.1 Le rettifiche al PNR**

Dall'esame della relazione di stima predisposta da BDO si rileva che i valori contabili in essa contenuti non sono stati oggetto di alcuna rettifica ad eccezione di quelli di seguito riportati:

- a) rettifica totale del valore delle concessioni, licenze, marchi e diritti simili per euro 93.202, in quanto riferiti a valori "intangibili" di difficile recuperabilità;
- b) adeguamento del valore della partecipazione in Revet S.p.A. al corrispondente quota di patrimonio netto detenuta da Geofor S.p.A., con conseguente rettifica positiva di euro 881.000;
- c) rettifica totale del valore (non significativo) delle attività finanziarie che non costituiscono immobilizzazioni per euro 391;
- d) rettifica (non significativa) per incremento del fondo svalutazione crediti riferito ad una svalutazione analitica per euro 7.190.

Quindi, al netto dell'effetto fiscale, le rettifiche complessivamente apportate da BDO alla situazione al 30 giugno 2015 hanno avuto come effetto quello di aumentare il valore del PNR di euro 528.051.

### **3.2 Determinazione del valore dell'avviamento**

Ai fini della determinazione del valore dell'avviamento BDO prende in esame il reddito medio normalizzato riferito ai semestri:

- 30 giugno 2013
- 31 dicembre 2013
- 30 giugno 2014
- 31 dicembre 2014
- 30 giugno 2015

Il reddito rilevato da tali situazioni di periodo è stato poi normalizzato apportando allo stesso le rettifiche del caso in gran parte riferite ad operazioni di natura straordinaria.

Per quanto riguarda le scelte operate da BDO in relazione al tasso di remunerazione del capitale di rischio ed al tasso di attualizzazione del sovrarreddito, si ritiene che entrambi possano ritenersi adeguati in relazione alle finalità con cui è stata predisposta la relazione di stima.

Anche in merito all'arco temporale entro il quale proiettare le dinamiche del sovrarreddito, definito in 5 semestri, si ritiene che la scelta operata da BDO possa ritenersi congrua, anche in considerazione del prevalente orientamento dottrinale in materia.

Pertanto, per quanto sopra, BDO arriva a determinare un valore dell'avviamento pari ad euro 644.120, che, sommato al Patrimonio Netto Rettificato, porta la stima del valore economico complessivo della Società ad euro 14.049.919.

#### 4. Breve richiamo della precedente valutazione predisposta da Mazars

Come specificato in premessa, Mazars aveva predisposto in data 2 febbraio 2014 una stima del valore economico della Società con riferimento ai dati del 31 dicembre 2013. A tale riguardo si è quindi provveduto a prendere in esame le rettifiche inserite nell'originaria relazione di Mazars e quelle successivamente apportate da BDO nella propria relazione di stima, al fine di valutarne gli impatti e le eventuali differenze.

Categoria di bilancio	Rettifica Mazars	Rettifica BDO	Commenti
Immobilizz. immateriali	Concessioni, licenze, marchi e diritti simili	Concessioni, licenze, marchi e diritti simili	Uniformità di metodologia tra le due perizie di stima
Immobilizz. immateriali	Immobilizzazioni in corso	<b>Nessuna rettifica</b>	<p>Dalla perizia BDO si rileva che le immobilizzazioni in corso ed acconti sono costituite dagli interventi propedeutici alla realizzazione del nuovo impianto di trattamento dell'organico per il quale è stata sottoscritta la convenzione del 30.03.2015 con l'ATO Toscana Costa con la quale si prevede che "prima dell'affidamento del servizio e del subentro nella realizzazione e/o gestione dell'impianto, a Geofor dovrà essere corrisposto dal nuovo gestore un indennizzo pari al valore contabile non ancora ammortizzato dell'impianto, intendendo per valore contabile anche quello imputato alle immobilizzazioni in corso qualora il subentro avvenisse prima dell'entrata in funzione a regime dell'impianto, al netto dei contributi pubblici già percepiti e direttamente riferibili all'impianto medesimo".</p> <p><b>In ragione di questo le immobilizzazioni in corso non sono state svalutate. Tale mancato adeguamento ha comportato un maggior valore di perizia di euro 403.875</b></p>
Immobilizz. materiali	Nessuna rettifica	Nessuna rettifica	Uniformità di metodologia tra le due perizie di stima
Immobilizz. finanziarie	Nessuna rettifica	Adeguamento valore di Revet S.p.A.	Dalla perizia BDO si rileva che è stato adeguato il valore della partecipazione in Revet S.p.A. al valore del Patrimonio Netto della medesima società (al 31 dicembre 2014, ultimo dato disponibile) opportunamente ponderato per la percentuale di possesso di Geofor (12,07%). <b>Tale adeguamento comporta un adeguamento lordo, al rialzo, per Euro 881.000.</b>
Attività fin. che non	Nessuna rettifica	Rettifica totale	Dalla perizia BDO si rileva che trattasi di quote di partecipazione in una società operante nel settore (Consorzio Toscana Ricicla).

costituiscono immobiliz.			<p>Ad oggi il Consorzio Toscana Ricicla risulta in liquidazione ed Geofor attende l'approvazione del Bilancio finale di liquidazione ed il relativo prospetto di riparto.</p> <p>In ottica prudenziale si ritiene di dover completamente svalutare tale posta di bilancio.</p> <p><b>Tale adeguamento comporta una rettifica negativa pari ad euro 391.</b></p>
Magazzino	Nessuna rettifica	Nessuna rettifica	Uniformità di metodologia tra le due perizie di stima
Crediti commerciali	Svalutazione forfettaria ed analitica	Nessuna svalutazione rilevante	<p>Nella perizia predisposta da Mazars l'entità dei crediti verso utenti TIA era stata svalutata in misura del 60% del valore complessivo. Inoltre il credito verso Gestore Servizi Energetel (Roma) verso cui era in essere un decreto ingiuntivo, era stato, prudenzialmente, completamente svalutato.</p> <p>Mentre dalla perizia BDO si rileva che il valore contabile dei crediti v/TIA è da ritenersi congruo anche in funzione dei recuperi che si potranno verificare in futuro sulle posizioni già portate a perdita, la cui riscossione è affidata agli organi competenti (Equitalia).</p> <p><b>La difformità di metodologia adottata tra la prima e la seconda perizia ha determinato una minore rettifica di euro 3.994.759.</b></p>
Altri crediti	Nessuna rettifica	Nessuna rettifica	Uniformità di metodologia tra le due perizie di stima
Crediti tributari	Nessuna rettifica	Nessuna rettifica	Uniformità di metodologia tra le due perizie di stima
Disponibilità liquide	Nessuna rettifica	Nessuna rettifica	Uniformità di metodologia tra le due perizie di stima
Ratei e risconti attivi	Nessuna rettifica	Nessuna rettifica	Uniformità di metodologia tra le due perizie di stima
Fondo T.F.R.	Nessuna rettifica	Nessuna rettifica	Uniformità di metodologia tra le due perizie di stima
Fondi rischi ed oneri	Nessuna rettifica	Nessuna rettifica	Uniformità di metodologia tra le due perizie di stima
Debiti v/ist. previdenziali	Nessuna rettifica	Nessuna rettifica	Uniformità di metodologia tra le due perizie di stima
Debiti v/fornitori	Nessuna rettifica	Nessuna rettifica	Uniformità di metodologia tra le due perizie di stima
Debiti tributari	Nessuna rettifica	Nessuna rettifica	Uniformità di metodologia tra le due perizie di stima

Altri debiti	Nessuna rettifica	Nessuna rettifica	Uniformità di metodologia tra le due perizie di stima
Ratei e risconti passivi	Nessuna rettifica	Nessuna rettifica	Uniformità di metodologia tra le due perizie di stima
Debiti v/banche	Nessuna rettifica	Nessuna rettifica	Uniformità di metodologia tra le due perizie di stima

Da quanto sopra emerge che dalla perizia di stima predisposta da BDO emergono le seguenti differenze (al lordo dell'effetto fiscale) rispetto a quella predisposta da Mazars:

Voce di bilancio		Valore (lordo imposte)
Minore svalutazione delle immobilizzazioni immateriali in corso	+	403.875
Maggiore valutazione della Partecipazione in Revet S.p.A. (adeguamento al PN)	+	881.000
Svalutazione delle attività finanziarie che non costituiscono immobilizzazioni (non significativa)	-	391
Minore svalutazione dei crediti commerciali	+	3.994.759
<b>Somma algebrica delle variazioni</b>	<b>+</b>	<b>5.279.243</b>

Dal punto di vista metodologico sono state riscontrate significative differenze in merito al procedimento adottato per il calcolo del Reddito medio normalizzato, da cui si determina poi il valore dell'avviamento.

Infatti nella prima perizia di stima di Mazars erano stati presi a riferimento i redditi delle annualità 2011, 2012 e 2013 (ultimo esercizio chiuso alla data di predisposizione della perizia), mentre BDO prende in esame la media dei dati riferiti ai risultati semestrali, essendo la perizia riferita ad una situazione contabile di periodo, con il risultato che Mazar arriva a determinare il valore dell'utile (annuale) normalizzato in euro 1.754.366, mentre quello determinato da BDO (su base semestrale) è pari ad euro 769.553. In questo caso quindi la differenza di valori è da ricondursi prevalentemente ai risultati economici derivanti da diversi periodi temporali presi a riferimento per la valutazione.

Il tasso di remunerazione normale del capitale di rischio si discosta al ribasso nella valutazione effettuata da BDO rispetto a quella originaria di Mazar: si passa infatti da un tasso del 10,48% (tasso annuale) ad un tasso 4,76% (tasso semestrale), con l'effetto di produrre una contrazione del sovrarreddito e quindi del valore dell'avviamento.

Mentre i tassi presi a riferimento per l'attualizzazione di tale reddito normalizzato sono sicuramente confrontabili, soprattutto in ragione del fatto che sono stati determinati in momenti diversi, così come è confrontabile anche l'arco temporale su cui è stato proiettato il sovrarreddito.

## Conclusioni

In riferimento al mandato conferitoci circa la verifica della congruità della valutazione del capitale economico della società Geofor S.p.A., sulla base della perizia predisposta da BDO sulla situazione al 30 giugno 2015, riteniamo che, fermo restando quanto specificato nel "disclaimer" e nelle premesse alla presente relazione, la stessa sia stata predisposta adottando una corretta metodologia di valutazione e che le ipotesi prese a base del processo di stima in termini di tassi di rischio, tassi di attualizzazione, arco temporale per il calcolo del sovrarreddito, possano essere ritenute condivisibili.

Per quanto riguarda le rettifiche apportate al valore del Patrimonio Netto, pur non potendo entrare nel merito delle rettifiche operate, si rileva che le stesse hanno da un lato, correttamente tenuto in considerazione il valore della partecipazione detenuta in Revet S.p.A. con riferimento al patrimonio netto della stessa, e dall'altro non hanno apportato alcuna ulteriore variazione in merito al valore dei crediti commerciali in ragione delle svalutazioni già effettuate nel corso del periodo 2012-2015 per complessivi euro 14.529.779. Da questo punto di vista appariva, allo scrivente, oltremodo prudentiale la scelta operata da Mazars in merito alla rettifica operata sui crediti commerciali verso utenti TIA.

Viareggio 2 dicembre 2015

UHY BOMPANI SRL

Simone Sartini  
(Partner)

