

## **Relazione Illustrativa Amministratore Unico sulla fusione per incorporazione di Se.Cim. srl in Adopera srl (art. 2501-quinquies del codice civile)**

### ***Motivazioni giuridiche ed economiche della fusione***

La sottoscritta Angela Alimonti in qualità di Amministratore Unico della Società Se.Cim. srl in virtù dell'indirizzo ricevuto dai Soci pubblici ovvero i Comuni di Casalecchio di Reno (rectius, Adopera srl), Monte San Pietro e Zola Predosa, ha redatto unitamente all'Amministratore Unico della Società Adopera srl, il presente progetto denominato "Fusione per incorporazione tra le società Se.Cim. srl e Adopera srl".

Quanto sopra ha preso in considerazione sia l'imminente scadenza dei contratti di servizio cimiteriale, strumenti che declinano i diritti e i doveri dei contraenti (le scadenze sono il 31/12/2018 e 28/02/2019 rispettivamente per il Comune di Monte San Pietro e per il Comune di Zola Predosa; mentre per il Comune di Casalecchio di Reno - che, con propria delibera di marzo 2018 aveva già optato la internazionalizzazione del servizio - la scadenza si era verificata in data 04.04.2018); sia quanto prescritto dalla normativa vigente ed in particolare dall'art. 24 del D.Lgs 175/2016 (revisione straordinaria delle partecipazioni) e s.s.m.

All'uopo, pare doveroso svolgere la seguente premessa.

La società di capitali Se.Cim. srl è nata nel dicembre 2008 a seguito di un percorso avviato dai Comuni di Casalecchio di Reno (attraverso la propria società in house Adopera srl), Zola Predosa e Monte San Pietro per la gestione associata dei servizi cimiteriali, sino ad allora gestiti in forma autonoma dai tre Enti. Il capitale sociale - interamente pubblico - veniva versato integralmente in pari misura dai tre soci e, ad oggi, lo stesso non ha subito modifiche (33,33% cad).

Proprio in ragione della sua origine "ibrida", Se.Cim. srl è stata uno strumento versatile che ha coniugato la stabile matrice pubblica di controllo e programmazione, con gli elementi di elasticità e flessibilità tipici della società di capitali che si muovono nell'ambito del diritto privato.

Precisamente, Se.cim. srl ha svolto la propria attività utilizzando le modalità dell'affidamento diretto "in house" (ex art. 113 TUSP ora art. 16 del D.Lgs. 175/2016 e s.s.m.) nel precipuo interesse dei soci, eseguendo le attività dettagliate nei contratti di servizio dedicati; garantendo il cosiddetto "controllo analogo" esercitato in forma di indirizzo (controllo "ex ante"), monitoraggio (controllo "contestuale") e verifica (controllo "ex post") nel rispetto dello statuto e delle attribuzioni e delle competenze di cui agli articoli 42, 48 e 50 del T.U.E.L.; mantenendo nel contempo fermi i vantaggi relativi al conferimento del capitale e di tassazione.

Le finalità a cui Se.cim. srl tende statutariamente sono state raggiunte e tra esse si ricordano:

- il miglioramento della qualità del servizio offerto all'utenza di territori limitrofi in un contesto di contenimento dei costi;
- l'omogeneizzazione del servizio con l'erogazione continuata dello stesso e delle attività ad esso collegate;
- il miglioramento della programmazione e del coordinamento amministrativo dei servizi cimiteriali attraverso un'unicità di conduzione;
- la creazione di economie di scala attraverso la standardizzazione della modulistica e delle procedure, nonché attraverso la semplificazione dei procedimenti ed il miglioramento delle attività di programmazione.

In modo particolare, Se.Cim. srl doveva fornire (ed ha fornito) all'utenza diverse attività tra le quali figurano:

- l'inumazione in campo comune;
- la deposizione dei resti in ossario comune e delle ceneri nel cinerario comune e la cremazione;
- le operazioni di esumazione ordinarie;
- la custodia dei cimiteri stessi;
- l'inumazione in forma privata;
- la tumulazione;
- le esumazioni straordinarie;
- le estumulazioni straordinarie;
- il servizio di illuminazione votiva;
- i servizi gratuiti previsti dalla normativa in caso di persona indigente o non reclamata;
- manutenzione ordinaria e straordinaria delle strutture cimiteriali.

La fusione tra Se.Cim. srl e Adopera srl permetterà di raggiungere un risparmio di costi di gestione considerato il venir meno dei costi sottesi al contratto di service, quelli relativi al compenso dell'Amministratore Unico di Se.Cim. srl e di altri costi amministrativi "generali"; senza che ciò vada ad incidere negativamente sulla qualità del servizio erogato all'utenza, dato che tra le due società da sempre si è creata interazione e collaborazione.

La fusione mira ad ottenere una gestione integrata del personale in linea con le aspettative sindacali (eliminando un comando), nonché un coordinamento diretto dello stesso da parte del responsabile dei servizi cimiteriali di Adopera srl (si rammenta che il direttore generale di Adopera srl che, in precedenza, svolgeva il ruolo di Amministratore Unico di Se.Cim. srl è attualmente in pensione).

### ***I criteri per la determinazione del rapporto di cambio.***

Il valore economico del patrimonio o meglio il capitale economico di un'azienda, secondo le indicazioni della dottrina e della prassi aziendale, è un valore frutto dell'applicazione di un metodo di stima che risponde nel più alto grado possibile alle seguenti caratteristiche:

- Razionalità, nel senso che il metodo applicato deve basarsi su un percorso logico chiaro e convincente, e come tale largamente condivisibile;
- Dimostrabilità, nel senso che i dati alla base del processo valutativo devono poter essere controllati e controllabili.
- Obiettività, nel senso che il metodo deve essere fondato su dati certi o almeno notevolmente credibili;
- Generalità, nel senso che esso non deve considerare le peculiarità e gli interessi delle parti coinvolte nell'operazione;
- Stabilità, nel senso che il risultato da esso fornito non deve subire variazioni continue per fatti contingenti, o per mutamenti di opinione, ma deve variare solo in seguito alla creazione di nuovo valore o alla distruzione del valore preesistente.

I metodi che rispondono, con diverso grado, ai requisiti sopra enunciati sono tendenzialmente classificati dalla dottrina in:

1. Metodi finanziari;
2. Metodi reddituali;

3. Metodi patrimoniali (semplice e complesso);
4. Metodi misti patrimoniali reddituali;
5. Metodi empirici.

- 1) I “metodi finanziari” sono basati sull’assimilazione, perfettamente logica, dell’azienda ad un qualsiasi investimento, per cui il suo valore economico (W) dipende dalla dimensione e dalla distribuzione nel tempo dei flussi finanziari (FD) che l’azienda renderà disponibili nel futuro per l’investitore, attualizzati ad un tasso (i) che dovrebbe coincidere con il tasso di rendimento medio del settore in cui l’azienda opera, inteso come tasso di remunerazione offerto da investimenti alternativi - a quello aziendale - ma simili per durata e grado di rischio. L’indicato criterio è esprimibile con la seguente formula:

$$W = \sum_{t=1}^n FD_t(1+i)^{-t}$$

L'eccessiva soggettività del metodo in questione è insita nella previsione dei flussi finanziari disponibili, la cui concreta determinazione deve non solo tener conto della futura corrente reddituale, ma tramutare questa in flussi finanziari e prevedere, quindi, le politiche di investimento e di finanziamento dell'azienda per un certo numero di anni futuri. Il che è spesso evidentemente difficile poiché impone all'esperto di prevedere strategie commerciali, politiche di investimento, ecc., che solo il potenziale acquirente o il venditore potrebbe formulare. I dati posti a fondamento di tale criterio di valutazione derivano spesso da ipotesi del tutto indimostrabili.

- 2) I “metodi reddituali” sono invece basati sulla considerazione che il capitale economico di un’azienda (W), essendo correlato alla sua capacità di generare redditi futuri, è pari al valore dei redditi futuri (R) attualizzati ad un tasso congruo.

Anche in questi metodi il tasso di attualizzazione (i) dovrebbe coincidere con il tasso di rendimento medio del settore in cui l’azienda opera, inteso nel senso già chiarito precedentemente.

Per semplificare la stima del reddito da capitalizzare la dottrina, anziché attualizzare i singoli redditi futuri, suggerisce di individuare un “reddito prospettico annuo medio-normale” (R), cioè un reddito che mediamente l’impresa sarà in grado di produrre negli n anni per i quali la stessa rimarrà in vita.

Adottando tale criterio, il capitale economico è pari al valore attuale, ad un tasso congruo, di una rendita annua posticipata di termine annuo costante pari ad R, limitata ad n anni e la formula precedente diventa:

$$W = Ra_n \bar{i}$$

Come sopra esposto, il reddito da capitalizzare dovrebbe rappresentare il flusso di nuova ricchezza che mediamente, in futuro, l’azienda sarà in grado di conseguire. Le incertezze relative alla previsione degli accadimenti futuri fanno sì che per la sua stima si guardi necessariamente al passato, ossia si considerino i redditi che negli esercizi trascorsi l’azienda ha conseguito. Individuata la corrente reddituale passata ed analizzate le condizioni interne d’impresa ed esterne d’ambiente che ne hanno permesso il

conseguimento, occorre considerare se le stesse sono o meno ripetibili e quali riflessi potrebbero avere le loro eventuali modificazioni sul reddito dell'impresa. In assenza di significative modificazioni delle condizioni ambientali è prassi consolidata stimare il reddito prospettico in misura pari alla media dei redditi trascorsi, opportunamente "normalizzati", ossia depurati da tutte quelle componenti straordinarie ed occasionali non ripetibili, oltre che dagli effetti derivanti da eventuali politiche di bilancio o da interferenze di carattere fiscale.

La media dei redditi passati si riferisce generalmente ad un periodo compreso tra i tre ed i cinque anni. Nell'ipotesi in cui possano formularsi attendibili previsioni dei redditi di alcuni esercizi futuri (uno o due) grazie a piani e budget formalizzati e basati su ipotesi fondate e riscontrabili dal perito, la media in questione potrebbe comprendere anche i redditi riferibili a tali periodi.

Relativamente all'orizzonte temporale di attualizzazione, nell'ipotesi (molto frequente) in cui la durata dell'azienda (n) non sia prevedibile, si assume una durata illimitata per cui il capitale economico risulta pari al valore attuale, al tasso di rendimento medio (i) del settore in cui opera l'azienda, di una rendita annua posticipata ed illimitata di termine annuo costante pari ad R e la formula precedente diventa:

$$W = R/i \quad (\text{"metodo reddituale semplificato"})$$

- 3) I "metodi patrimoniali" sono fondati sull'ipotesi che il capitale economico dell'azienda sia dato dal valore corrente di sostituzione del suo patrimonio alla data di riferimento della valutazione, cioè dal prezzo che un ipotetico investitore dovrebbe pagare per acquistare o costituire un'azienda dotata di struttura patrimoniale perfettamente identica a quella oggetto di stima. Dato, però, che non esiste un vero e proprio mercato delle aziende da cui dedurre tale valore, esso viene ricavato dalla somma algebrica dei valori correnti di sostituzione attribuibili ai singoli elementi attivi e passivi facenti parte del complesso aziendale isolatamente considerati.

La considerazione tra gli elementi attivi dei beni immateriali, non suscettibili di autonomo trasferimento separatamente dall'azienda, distingue la valutazione patrimoniale in: semplice, se vengono compresi solo gli elementi materiali e complessa, se vengono considerati anche i beni di natura immateriale di cui sopra.

Tali metodi prescindono quindi completamente dai flussi (reddituali o finanziari) che l'investimento in atto è in grado di generare e considerano solo gli stock di capitale esistenti. La mancata considerazione degli aspetti reddituali fa sì che i metodi in questione siano suscettibili di utile applicazione solo in quei casi, tipicamente aziende immobiliari o holding di partecipazione, in cui il valore di mercato del complesso coincide con il valore attribuibile ai singoli elementi patrimoniali isolatamente considerati.

Se la razionalità dei criteri patrimoniali è molto discutibile, in quanto essi si fondano esclusivamente sul valore del patrimonio trascurando completamente la capacità di produrre flussi monetari e/o reddituali, al contrario i requisiti di obiettività, generalità e stabilità sono pienamente soddisfatti, in quanto la determinazione dei valori correnti di sostituzione dei singoli elementi aziendali è basata su dati di mercato che sono verificabili in maniera piuttosto oggettiva.

- 4) I "metodi misti patrimoniali-reddituali" devono il loro nome al fatto che determinano il capitale economico dell'azienda considerandone contemporaneamente sia l'aspetto patrimoniale che quello reddituale.

Nel "metodo misto del valore medio" (o "metodo misto della semisomma") il capitale economico è dato dalla media aritmetica semplice del valore patrimoniale semplice ( $K'$ ) e del valore reddituale semplificato ( $R/i$ ) dell'azienda, secondo la formula

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

Nel "metodo misto con stima autonoma dell'avviamento", invece, esso è determinato dalla somma del valore patrimoniale semplice ( $K'$ ) e dell'avviamento ( $A$ ). Quest'ultimo, a sua volta, è ottenuto dal valore attuale, a tasso  $i'$ , di una rendita annua posticipata e limitata ad  $n$  anni, di termine annuo costante e pari al sovrareddito, cioè al maggior reddito che l'azienda produrrà mediamente negli  $n$  anni successivi rispetto al rendimento normale del settore ( $R_n = K'i$ ), secondo la formula:

$$W = K' + (R - K'i) \times a_{n-i}$$

In questo caso:

- il valore patrimoniale ( $K'$ ) è determinato con il metodo patrimoniale;
- $i$  è il tasso di rendimento normale dell'investimento in atto, cioè il tasso di remunerazione del settore in cui opera l'azienda;
- $i'$  è il tasso di attualizzazione del sovrareddito e può anche coincidere con  $i$ ;
- $n$  è il numero di anni per i quali si stima che l'azienda produrrà il citato sovrareddito.

I metodi misti, essendo la sintesi del criterio patrimoniale semplice e di quello reddituale semplificato, concentrano in sé sia i pregi che i difetti di questi due procedimenti. Questi metodi, quindi, costituiscono delle soluzioni di compromesso, discutibili sul piano concettuale, ma ancora largamente utilizzati dalla prassi professionale.

- 5) Infine, i "metodi empirici" o "metodi di valutazione relativa" vengono utilizzati per determinare il valore economico di una azienda prendendo a riferimento i prezzi praticati sul mercato. Per questo uno dei modi più intuitivi per esprimere il valore di una qualsiasi attività è quello dell'utilizzo del multiplo degli utili che essa genera. Dunque il moltiplicatore più diffuso è il P/E (Price/Earning), cioè il prezzo pagato per acquistare un'azione visto come multiplo degli utili per azione generati dalla società. I multipli, determinati periodicamente dagli analisti finanziari, possono anche riguardare delle variabili utilizzate per ottenere il valore economico dell'attivo quali ad esempio l'EBIT e l'EBITDA. In tal caso i multipli di riferimento sono l'EV/EBIT e l'EV/EBITDA. In questo modo si procede a determinare l'Equity Value (il valore del Patrimonio Netto) mediante la differenza tra Enterprise Value (il valore del Capitale Investito), ottenuto tramite l'applicazione del multiplo, ed il valore dei debiti finanziari. La prassi della peering analysis prevede che il multiplo applicato alla società oggetto della valutazione, venga determinato attraverso la media di analoghi multipli riferiti ad un campione di comparables, cioè di società comparabili. Questo è dunque uno dei limiti maggiori di questo metodo, infatti, per quanto si cerchi di costruire con attenzione l'elenco delle imprese comparabili, si finirà comunque col ritrovarsi con imprese diverse da quella presa in esame. Sono dunque

necessarie alcune considerazioni sull'effettiva affidabilità di questi metodi. Essi sono particolarmente soggettivi per due motivi:

- perché i multipli vengono calcolati su altre società così dette comparabili;
- perché i multipli da tenere in considerazione vengono scelti in base al tipo di società da valutare, ma questa scelta può incidere in maniera notevole sul risultato finale.

Ciò nonostante tali metodi sono ampiamente diffusi e condivisi dalla comunità finanziaria internazionale, tanto che per gli analisti rappresentano un utile strumento di valutazione:

- richiedono meno ipotesi e dunque la valutazione, allorché si posseggano i multipli necessari, può essere eseguita più velocemente di un'altra basata su altri metodi;
- inoltre, la stima attraverso tali metodi, tende a riflettere più da vicino i valori di mercato, essendo essa stessa basata su rapporti calcolati sugli scambi di azioni di società simili.

La facilità con cui può essere effettuata la valutazione di un'azienda tramite "i moltiplicatori", costituisce il vantaggio ma anche il limite dello stesso metodo: il risultato ottenuto potrebbe però rappresentare un valore poco coerente con il valore reale dell'azienda oggetto di stima, poiché non vengono presi in considerazione variabili chiave quali il rischio dell'investimento, il tasso di crescita o i flussi di cassa potenziali.

Inoltre, bisogna tenere presente che il metodo in esame riflette particolarmente gli "umori" del mercato e per questo è molto suscettibile all'andamento delle quotazioni delle società comparabili: se esse sono sopravvalutate i multipli tenderanno a fare sopravvalutare anche la società oggetto di valutazione, allo stesso modo se le comparabili sono sottovalutate, i multipli faranno sì che il risultato della stima finale sarà minore rispetto a quello reale.

In conclusione, non esiste un metodo da preferire in assoluto, ma da ricercarsi di volta in volta in relazione ai caratteri dell'impresa da valutare ed alle specifiche condizioni ambientali; privilegiando, eventualmente, la considerazione dei risultati dei diversi metodi, specificatamente selezionati e quindi ricondotti ad un'unica valutazione complessiva.

Nel caso della fusione tra Adopera srl e Se.Cim. srl, in base alle caratteristiche enunciate in precedenza, non possono essere presi in esame i metodi reddituali e finanziari poiché Se.Cim. srl non ha una prospettiva di produrre flussi di cassa o di reddito futuri. Infatti, la gestione dei servizi cimiteriali del Comune di Casalecchio è stata attribuita ad Adopera srl per 20 anni con decorrenza 01/08/2018 mentre la scadenza degli attuali affidamenti dei servizi cimiteriali è:

- Comune di Zola Predosa 28/02/2019;
- Comune di Monte San Pietro 31/12/2018.

Ne consegue che nemmeno i metodi misti, che contemplano una ponderazione tra metodi patrimoniali e reddituali, possono essere presi in esame.

Non possono, altresì, essere utilizzati i metodi empirici poiché non vi sono società quotate comparabili con le società oggetto della fusione.

Pertanto, il metodo più oggetto di valutazione è quello patrimoniale. Si è ritenuto di prendere in considerazione il patrimonio netto delle due società come risultante dalla situazione patrimoniale di fusione al 31/05/2018 senza operare alcuna rettifica.

Il valore dei beni patrimoniali di Adopera srl è supportato da una perizia di stima tecnica allegata al progetto di fusione.

Considerato:

- La configurazione in house di entrambe le società;
- L'imminente scadenza degli affidamenti in Se.Cim. srl da parte dei Comuni di Zola Predosa (28/02/2019) e Monte San Pietro (31/12/2018);
- Che i servizi cimiteriali di Casalecchio di Reno sono già gestiti da Adopera srl con decorrenza 01/08/2018;
- Che il totale delle immobilizzazioni materiali di Adopera srl, in base alla situazione patrimoniale al 31/05/2018, ammonta ad € 3.379.419,00 mentre dalla perizia tecnica del 31/08/2018 a cura del geom. Flavio Rapino (allegato 1) il valore corrente di una sola parte di cespiti ammonta ad € 4.833.500,00;
- Che il totale delle immobilizzazioni materiali di Se.Cim. srl in base alla situazione patrimoniale al 31/05/2018 ammonta ad € 14.559,00.

Si è ritenuto congruo utilizzare, ai fini del rapporto di cambio, il valore del patrimonio netto delle due società come risultante dalle situazioni patrimoniali al 31/05/2018.

Il calcolo del rapporto di concambio è il seguente:

|                                      | <b>Patrimonio Netto al 31/05/2018</b> | <b>Capitale sociale al 31/05/2018</b>                   | <b>Valore singola quota</b> |        |
|--------------------------------------|---------------------------------------|---|-----------------------------|--------|
| Adopera                              | 10.846.044,00 €                       | 21.000,00 €   | 516,48 €                    |        |
| Se.cim.                              | 214.202,00 €                          | 15.000,00 €   | 14,28 €                     |        |
|                                      |                                       | <b>rapporto di cambio</b>                               | <b>36,17 €</b>              |        |
|                                      |                                       | <b>soci terzi</b>                                       |                             |        |
| <b>aumento di capitale effettivo</b> |                                       | <b>10.000,00 €</b>                                      | <b>276,49 €</b>             |        |
|                                      |                                       | <b>arrotondato</b>                                      | <b>276,00 €</b>             |        |
|                                      |                                       | Comune di Zola Predosa                                  | <b>138,00 €</b>             |        |
|                                      |                                       | Comune di Monte San Pietro                              | <b>138,00 €</b>             |        |
|                                      |                                       |   |                             | %      |
|                                      |                                       | <b>Nuovo capitale sociale Incorporante post fusione</b> | <b>21.276,00 €</b>          |        |
|                                      |                                       | Comune di Casalecchio                                   | 21.000,00 €                 | 98,70% |
|                                      |                                       | Comune di Zola Predosa                                  | 138,00 €                    | 0,65%  |
|                                      |                                       | Comune di Monte San Pietro                              | 138,00 €                    | 0,65%  |

Ne consegue che i soci terzi dell'incorporata (diversi dall'incorporante) riceveranno € 1 euro di capitale sociale dell'incorporante per ogni € 36,17 di capitale sociale dell'incorporata. Non sussistono le premesse per un conguaglio in denaro a favore dei soci di entrambe le società.

Non si rilevano difficoltà di valutazione.

### **La società risultante dalla fusione**

Adopera srl post fusione avrà inizialmente un numero di dipendenti pari a 38 unità (compresi gli operatori cimiteriali acquisiti da Se.Cim. srl a seguito dell'operazione). I nuovi contratti di servizio potranno prevedere una durata uniforme tra i tre comuni soci. Indipendentemente dalla quota post-fusione attribuita ai Comuni di Zola Predosa e Monte San Pietro calcolata sulla base di una proporzione matematica tra il valore del patrimonio di Adopera srl e quello di Secim srl si possono

prevedere forme di tutela statutarie e/o patti parasociali al fine di consentire ai Comuni l'effettivo esercizio del controllo analogo congiunto. I nuovi Comuni soci possono decidere, in futuro, di conferire nuovi servizi alla società.

Casalecchio di Reno, 17/09/2018

Amministratore Unico  
Angela Alimonti