

* * *

JTACA S.R.L.

* * *

Perito

Giulio Lapasini

dottore commercialista

revisore dei conti

premess

di aver ricevuto l'incarico da JTACA S.r.l. di procedere alla redazione di una perizia di stima della società stessa e del suo patrimonio presenta la seguente

PERIZIA

1. Premessa	
1.1. <i>Oggetto dell'intervento</i>	
1.2. <i>Data di riferimento della stima e documentazione considerata</i>	
1.3. <i>Dati generali della società.....</i>	
1.4. <i>Attività svolta e servizi erogati</i>	
1.5. <i>I contratti</i>	
1.5.1 <i>Il contratto per il servizio pubblico di sosta</i>	
1.5.2 <i>Il contratto per il servizio di trasporto scolastico</i>	
1.6. <i>I contratti di locazione</i>	
1.6.1 <i>Il contratto di locazione degli uffici.....</i>	
1.6.2 <i>Il contratto di locazione del magazzino</i>	
1.7 <i>Il capitale sociale e il patrimonio della società.....</i>	
1.8 <i>La struttura organizzativa</i>	
1.9 <i>Sviluppo del fatturato e ulteriori prospettive di crescita</i>	
1.10 <i>Aree di fatturato e controllo di gestioni</i>	
2. La normativa di riferimento	
3. Scelta del metodo di valutazione.....	
4. I Metodi Patrimoniali-misti.....	
5. La valutazione di JTACA S.r.l.	
5.1. <i>Determinazione del Patrimonio Netto di JTACA S.r.l.....</i>	
5.2. <i>Le rettifiche del risultato e del patrimonio</i>	
5.2.1 <i>Il contributo per il rinnovo del parco automezzi</i>	
5.2.2 <i>Gli investimenti e il parco automezzi.....</i>	
5.3. <i>Determinazione del Reddito Normalizzato atteso.....</i>	
5.4. <i>Individuazione della durata dell'extra-reddito e determinazione dei tassi.....</i>	
5.5. <i>Valore di mercato attribuito ai beni non strumentali</i>	
5.6. <i>Sviluppo dei calcoli e individuazione del valore</i>	
6. Considerazioni conclusive	

1. Premessa

1.1. Oggetto dell'intervento

Il sottoscritto Lapasini Giulio, nato a Firenze (FI), il 29 aprile 1964, Dottore Commercialista con studio in Vittorio Veneto, Via Roma n. 92, iscritto all'Albo dei Dottori Commercialisti di Treviso, revisore ufficiale dei conti ai sensi dell'articolo 14 bis della Legge 13 maggio, n. 132, introdotto con l'articolo 1 della Legge 30 luglio 1998, n. 266 e con successiva pubblicazione su Gazzetta Ufficiale n. 14 del 18 febbraio 2000, IV serie speciale, ha ricevuto incarico da JTACA S.r.l., con sede in Jesolo (VE), via Equilio, n. 15/A, di determinarne il valore economico alla data del 31 dicembre 2011 del capitale della società stessa con le seguenti finalità:

“Alla luce di vincoli ed obblighi, imposti alla P.A. da una norma sulle società partecipate sempre più pressante ed in continua evoluzione, appaiono probabili e prossime operazioni societarie di tipo straordinario, quali fusioni (pure o per incorporazione) o collocamento sul mercato di quote rilevanti delle medesime società.

Disporre di una rappresentazione (attuale e congrua) del valore della società è per tanto necessario quanto strategico, sia nell'ipotesi di fusione che in quella di cessione delle quote. (...)

Entrambe le fattispecie investono, di riflesso, anche la sfera della responsabilità personale degli Amministratori. I quali, proprio e maggiormente nei casi di operazioni straordinarie (fusione, alienazione di quote), sono tenuti a far sì che il valore di riferimento della società sia, appunto, congruo.

Gli Amministratori di Jtaca quindi e proprio per le finalità appena definite, intendono disporre, con l'affidamento dell'incarico ad un Professionista esterno, di una perizia di stima che tenga conto non del valore intrinseco del patrimonio aziendale e della capacità di Jtaca di generare utili, ma anche e soprattutto della possibilità di ampliare le proprie gestioni, alla luce della durata dei contratti di affidamento e del proprio, consolidato, Know-How.”

Nei paragrafi successivi saranno illustrate le considerazioni svolte nella scelta del metodo di valutazione adottato. Si vuole qui precisare che il processo valutativo di una realtà complessa come quella di un'azienda, pur riconducibile a tecniche sviluppate dalla dottrina economico - aziendale e ormai diffuse nella pratica, non può prescindere da considerazioni e scelte soggettive di chi predispone la valutazione.

I risultati del processo valutativo, pur tendendo a non considerare elementi esterni, quali per esempio le opportunità offerte dall'integrazione dell'attività dell'azienda con quella di un potenziale investitore, elementi che invece entrano a far parte di un eventuale prezzo di acquisizione, risentono inevitabilmente di tali scelte.

1.2. Data di riferimento della stima e documentazione considerata

La data di riferimento della stima è il 31 dicembre 2011 ed è eseguita sulla base delle risultanze del bilancio della società al 31 dicembre 2011, ultimo bilancio redatto anteriormente alla data di riferimento.

Allo scopo di effettuare la valutazione oggetto dell'incarico sono stati esaminati i seguenti documenti relativi alle società che mi sono stati messi a disposizione:

- visura camerale della JTACA S.r.l.;
- bilanci costituiti da stato patrimoniale, conto economico e nota integrativa dell'esercizio chiuso il 31 dicembre 2010 e dell'esercizio chiuso il 31 dicembre 2011 della JTACA S.r.l.;
- prospetto riepilogativo beni in leasing relativo ai beni esistenti al 31 dicembre 2011;
- dichiarazione dei redditi JTACA S.r.l. presentata nell'anno 2011 e riferita all'anno 2010;
- prospetti riepilogativi dei costi di gestione suddivisi nei diversi settori di attività;
- conteggi relativi alla redditività delle diverse tipologie delle aree di sosta;

- modelli AB-REV emessi dagli istituti di credito con i quali la società intrattiene rapporti finanziari;
- contratto con il Comune di Jesolo riguardante il servizio di trasporto scolastico;
- contratto integrativo con il Comune di Jesolo riguardante il servizio di trasporto scolastico;
- contratto con il Comune di Jesolo riguardante la gestione del servizio di gestione delle aree di sosta;
- contratto di locazione con privati relativo a un deposito e magazzino per materiali;
- contratto di locazione con ATVO S.p.A. relativo a unità immobiliari non abitative a uso uffici;
- rapporti audit anno 2010 e anno 2011 sulla conferma della certificazione ISO 9001:2008.

Si è inoltre proceduto alla verifica dei locali e dell'esistenza a campione dei beni iscritti al registro dei cespiti ammortizzabili in data 31 dicembre 2011.

Si è inoltre tenuto conto di numerose informazioni fornite dagli organi amministrativi della società in merito agli aspetti patrimoniali, economici e reddituali delle diverse attività.

1.3. Dati generali della società

La società JTACA S.r.l. ha sede in Jesolo (VE), via Equilio, n. 15/A.

La società è stata costituita in data 27 gennaio 1999.

Il capitale sociale della società ammonta a euro 100.000,00 (centomila//00) interamente versato.

Socio unico della società è il Comune di Jesolo, via Sant'Antono 14/A Jesolo (VE).

La società è iscritta nella sezione ordinaria della Camera di Commercio di Venezia dal 27 gennaio 1999 con il numero 03033500277, codice fiscale e partita IVA numero 03033500277, Rea di Venezia n. 281277.

I codice attività riportati sulla visura camerale della società JTACA S.r.l. sono i seguenti:

- codice 52.21.5 Gestione di parcheggi e autorimesse;
- codice 49.31 Trasporto terrestre di passeggeri in aree urbane e suburbane;
- codice 49.39.09 Altre attività di trasporti terrestri.

La società, amministrata da un consiglio di amministrazione composto da tre membri, è sufficientemente strutturata come esposto nel proseguo della relazione.

.

1.4. Attività svolta e servizi erogati

Come precedentemente indicato la società JTACA S.r.l. azienda che sviluppa la sua attività nel settore della mobilità opera nei seguenti settori:

- 1) Gestione aree di sosta (parcheggi per residenti, parcheggi sorvegliati, parcheggi su righe blu);
- 2) Servizi di trasporto alunni tramite scuolabus.
- 3) Servizio di *bike sharing*, un servizio che permette la “condivisione della bicicletta”, indicato spesso come servizio di biciclette pubbliche.

La società, sottoposta al controllo e coordinamento del Comune di Jesolo, unico socio, svolge tali attività a seguito di contratti di servizio stipulati con lo stesso Comune che vengono di seguito riportati.

1.5. I contratti

1.5.1 Il contratto per il servizio pubblico locale di sosta

Con il contratto pubblico di concessione, in *house providing*, del servizio pubblico locale di sosta, rimozione dei veicoli e mobilità il Comune di Jesolo ha affidato alla società JTACA S.r.l. tra l'altro:

- l'esercizio del controllo delle soste degli autoveicoli nelle aree deputate e nei parcheggi in genere, la gestione delle aree stesse e dei parcometri, ecc.;
- la gestione di servizi di rimozione degli autoveicoli;
- l'analisi e la soluzione delle problematiche inerenti la mobilità finalizzati al decongestionamento del traffico.

La durata della concessione è stata definita dal 1 gennaio 2006 al 31 dicembre 2026.

Il canone di concessione che la società JTACA S.r.l. riconosce al Comune di Jesolo è stato stabilito inizialmente in euro 110.000 (centodiecimila) annui - a partire dal 1 gennaio 2008 – a una percentuale pari al 2% (due per cento), sui ricavi della gestione dei parcheggi dell'anno precedente. Successivamente sono stati adottati incrementi notevoli bene superiori all'adeguamento ISTAT.

Questo contratto, come vedremo di seguito, rappresenta il punto di forza dell'attività sociale su cui si può ulteriormente agire per ottenere buoni risultati.

1.4.1 Il contratto per il servizio di trasporto scolastico

Con il contratto pubblico di cessione in *outsourcing* del servizio di trasporto scolastico il Comune di Jesolo ha affidato alla società JTACA S.r.l. il servizio di trasporto scolastico rivolto agli alunni frequentanti le scuole materne statali e private, elementari e medie del territorio comunale.

La durata della concessione è stata definita dal 1 giugno 2006 al 30 giugno 2021.

Il corrispettivo per il servizio prestato è stato fissato inizialmente in euro 558.000 (cinquecentocinquantottomila) annui oltre al contributo a fondo perduto al fine di sostituire il parco scuolabus (art. 21 del contratto – revisione dei corrispettivi ed investimenti) di euro 40.000 (quarantamila) annui.

Con il contratto integrativo del 27 agosto 2010 è stata ampliata la tratta di intervento (Lido di Jesolo) e aumentato il corrispettivo pattuito di euro 86.000 (ottantaseimila).

1.6 I contratti di locazione

1.6.1 Il contratto di locazione degli uffici

La società ha in locazione degli uffici, dei posti per il ricovero autobus, e dei posti auto, siti in Jesolo (VE), in via Equilio, con contratto con decorrenza dal 1 gennaio 2010 al 31 dicembre 2015 e con rinuncia espressa di disdetta dal contratto alla prima scadenza già inserita e pertanto rinnovato fino al 31 dicembre 2021; al prezzo annuo iniziale di euro 43.000 (quarantatremila).

Gli uffici risultano del tutto idonei alle esigenze della società.

1.6.2 Il contratto di locazione del magazzino

La società ha in locazione un capannone artigianale a uso magazzino della superficie complessiva di mq. 298,12 ca. sito in Jesolo (VE), in via Cristofori Bartolomeo, con contratto con decorrenza dal 19 settembre 2006 al 18 settembre 2012 e con rinuncia espressa di disdetta dal contratto alla prima scadenza già inserita e pertanto rinnovato fino al 18 settembre 2018; al prezzo annuo iniziale di euro 18.000 (diciottomila).

Il magazzino risulta tuttora idoneo alle esigenze operative della società.

1.7. Il capitale sociale e il patrimonio della società

Il patrimonio netto della società viene evidenziato nella tabella che segue. Si rileva in particolare che gli utili conseguiti dalla società negli anni recenti non sono mai stati distribuiti preferendo i soci re-investirli nello sviluppo aziendale; tuttavia i soci in data 26 aprile 2012 in sede di approvazione del bilancio al 31 dicembre 2011 hanno deliberato di distribuire un dividendo di euro 50.000.

Tabella: Composizione del patrimonio netto

<i>Num.</i>	<i>Capitale o riserva</i>	<i>Euro</i>
I	Capitale sociale	100.000
IV	Riserva legale	20.218
VII	Altre riserve	314.152
	Riserva arrotondamento	1
	<i>totale</i>	434.371

Il patrimonio netto della società dopo l'approvazione del bilancio al 31 dicembre 2011 e la distribuzione dei dividendi è così composto:

Tabella: Il patrimonio netto dopo la distribuzione dividendi

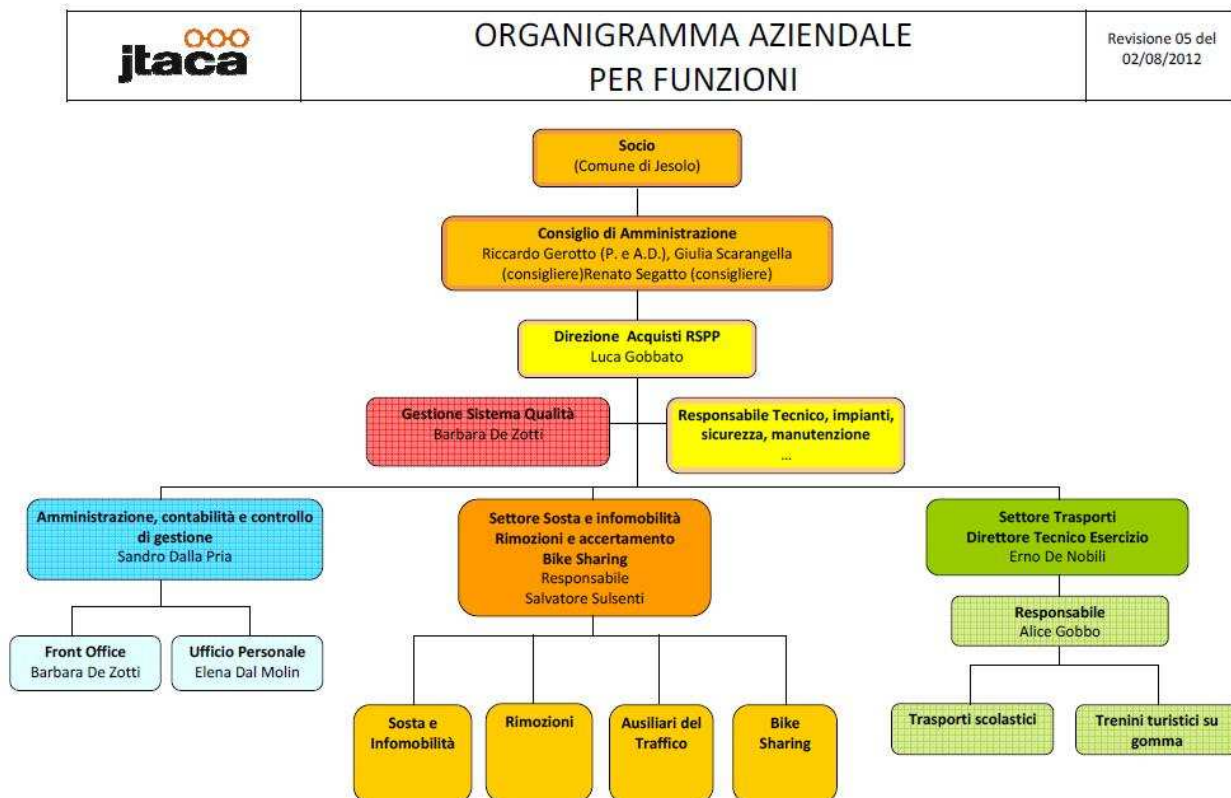
<i>Num.</i>	<i>Capitale o riserva</i>	<i>Euro</i>
I	Capitale sociale	100.000
IV	Riserva legale	20.218
VII	Altre riserve	314.152
	Riserva arrotondamento	1
	Distribuzione dividendi	(50.000)
	<i>totale</i>	384.371

1.8 La struttura organizzativa

La società dispone di una buona organizzazione testata negli anni e cresciuta contestualmente alla crescita dell'azienda.

La società è governata da un consiglio di amministrazione nominato dal socio unico Comune di Jesolo.

La struttura organizzativa è enunciata nello schema seguente:



La società si è certificata ISO 9001:2008 di cui viene annualmente disposto il rinnovo.

I rapporti *audit* dell'anno 2010 e dell'anno 2011 confermano un giudizio positivo: "Il gruppo di *audit* ritiene il sistema di gestione dell'organizzazione adeguato e ben applicato; in particolare le persone intervistate hanno dimostrato un alto grado di competenza e conoscenza dei processi nei quali sono coinvolti e una buona consapevolezza delle regole del sistema di gestione".

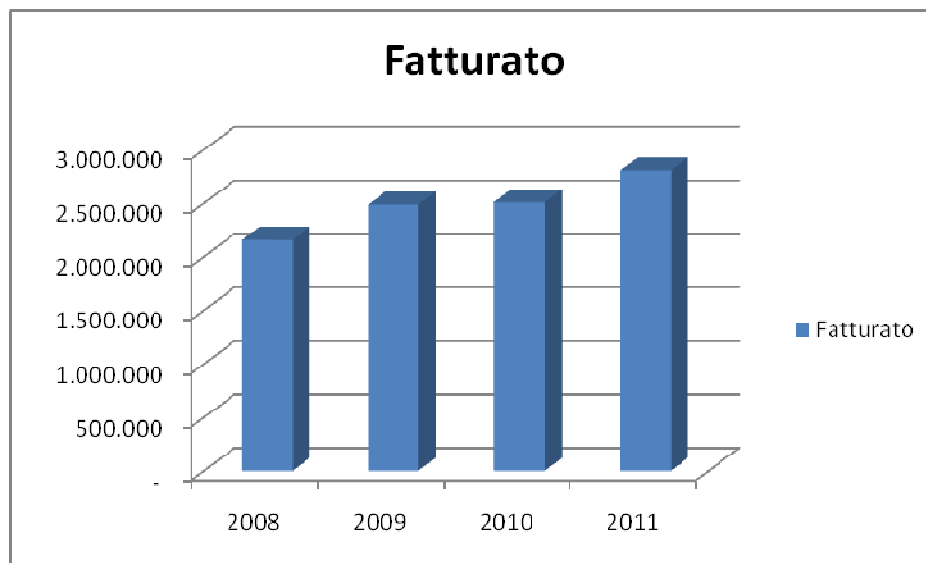
1.9. Sviluppo del fatturato e ulteriori prospettive di crescita

Lo sviluppo recente delle attività della società è facilmente riscontrabile nell'analisi dell'andamento del fatturato dall'esercizio 2008 e successivi come evidenziato nella tabella seguente.

Tabella: Fatturato anni 2008-2011

	2008	2009	2010	2011	media
Fatturato	2.158.137	2.486.189	2.509.122	2.806.345	2.489.948

La semplice visualizzazione del fatturato evidenzia la crescita della società.



L'esercizio al 31 dicembre 2011 si è chiuso con un utile di Euro 140.767. Il valore della produzione comprensivo dei ricavi delle vendite e delle prestazioni ammontava a Euro 2.881.659. I costi della produzione ammontavano a Euro 2.604.105 e la differenza tra valore e costo della produzione era positiva per Euro 277.554. La differenza tra proventi e oneri finanziari era negativa per Euro 2.323. La differenza tra proventi e oneri straordinari era positiva per Euro 936. Sono state accantonate imposte sul reddito d'esercizio di Euro 118.398.

Nella tabella che segue vengono raffrontati alcuni dei più interessanti indicatori il fatturato, un primo indice grezzo di *cash flow*, l'utile operativo che emerge dal bilancio riclassificato (differenza tra ricavi e costi di produzione), e l'utile netto.

Tabella: Fatturato, Cash flow e utile anni 2008-2011

	2008	2009	2010	2011	media
Fatturato	2.158.137	2.486.189	2.509.122	2.806.345	2.489.948
Cash flow	181.334	213.591	166.080	279.850	210.214
Utile operativo di bilancio	110.833	157.704	70.054	277.554	154.036
Utile netto	34.560	63.329	9.133	140.767	61.947

Il *cash flow* dell'esercizio, nella semplice approssimazione e formulazione qui proposta, ossia il risultato formato dagli utili netti più gli ammortamenti e gli accantonamenti ammontava a Euro 279.850.

Come si può rilevare nella tabella seguente questa misura di valutazione evidenzia una sostanziale tenuta negli anni essendo mediamente di Euro 210.214.

Tabella: Cash flow e sua composizione anni 2008-2011

	2008	2009	2010	2011	media
Cash flow					
Utile netto	34.560	63.329	9.133	140.767	61.947
Ammortamenti	144.691	148.309	154.864	137.000	146.216
Accantonamenti	2.083	1.953	2.083	2.083	2.051
Totale	181.334	213.591	166.080	279.850	210.214

Non va comunque sottaciuta la difficoltà di prefigurare il fatturato della società nei prossimi esercizi in un settore così sensibile alla domanda, in una fase economica recessiva di grave crisi, come quella attuale, soprattutto nella parte dell'attività che riguarda la sosta. In effetti, i ricavi di tale servizio in caso di perdurare delle difficoltà complessive del sistema e della congiuntura potrebbero essere condizionati negativamente.

Tuttavia, a parità di ogni altra condizione, il possibile sviluppo del fatturato aziendale è connesso a:

- l'individuazione di nuove aree da dedicare alla sosta;
- l'individuazione di nuovi e diversi servizi.

Considerato il primo aspetto, l'individuazione di nuove aree da dedicare alla sosta, la società ha la struttura organizzativa e tecnica per gestire ulteriori parcheggi (che possono essere quantificabili in circa tremila) senza ulteriori aggravii di costi. Tale margine di ulteriore operatività è connesso all'introduzione di modalità di gestione e controllo automatizzate e alla buona organizzazione della società.

Nel caso di introduzione di nuovi e diversi servizi, configurando quindi l'azienda come azienda *multi-utility*, più ancora di quanto non lo sia già fin da ora, si può invece incidere sui costi generali in grado differente in relazione alle economie e sinergie che la nuova attività può produrre in connessione alla struttura dei costi esistenti.

1.10. Aree di fatturato e controllo di gestione

Come precedentemente sottolineato la società è ben organizzata e strutturata. Attraverso un'attenta analisi dei costi e la ripartizione dei costi generali tra i diversi servizi generati emerge l'esistenza di aree profittevoli e aree deficitarie sul risultato finale.

Nella tabella che segue, sulla base di dati forniti dagli uffici amministrativi della società sono suddivisi i ricavi e i costi complessivi sulla base di specifici centri di costo. Nelle prime tre colonne il risultato è suddiviso tenendo in disparte i costi generali e non diretti. Nelle ultime tre colonne si è proceduto a ripartire i costi generali tra i diversi centri di costo.

Tabella: Risultato di esercizio suddiviso per centro di costo e settore di costo

	PRIMA DELLA SUDDIVIS.COSTI GEN.		DOPO LA SUDDIVIS.COSTI GEN.		
RISULTATO			140.767		140.767
SOSTA		664.747		492.290	
Gestione park off	198.280		21.122		
Gestione park on	705.144		481.655		
Gestione rimozioni	6.764		(10.487)		
Centrale operativa	(245.441)				
MOBILITA'		120.099		(351.523)	
Trasporto scolastico	127.328		(236.175)		
Lido	(32.300)		(107.284)		
Trasporto gondolino	41.558		15.352		
Trasporto su acqua	(89)		(89)		
Bike sharing	(16.398)		(23.327)		
COSTI GENERALI		(644.079)			

Come ben evidenziato l'area della sosta è l'area di maggiore profittabilità dell'azienda. Negli anni è stato messo a punto una organizzazione di gestione che ha permesso un sempre maggiore controllo a costi decrescenti. Sono state notevoli le innovazioni introdotte, come la centrale operativa, le fibre ottiche, le casse automatiche, ecc., che hanno permesso di:

- incrementare le aree di sosta;
- suddividere le aree per tipologia;
- completare i servizi offerti;
- gestire un numero maggiore di parcheggi con minore personale;
- valorizzare il personale sviluppando funzioni molteplici.

Si riportano di seguito alcuni dati forniti dall'azienda sulla redditività media dei posti auto, in base alla zona tariffaria, riferiti al 2011:

- 1) Zona tariffaria Rossa posti auto totali 703 redditività media p.a. (al netto di I.V.A.) euro 655,51;
- 2) Zona tariffaria Gialla posti auto totali 1.486 redditività media p.a. (al netto di I.V.A.) euro 370,95;

3) Zona tariffaria Verde posti auto totali 703 redditività media p.a. (al netto di I.V.A.) euro 88,03.

Di diverso segno è invece l'apporto dato del servizio di trasporto al risultato economico finale dell'azienda come ben mostrano i dati sopra riportati.

D'altra parte non è difficile immaginare che complessivamente l'area della sosta abbia effetti positivi sul risultato finale, così come l'area del trasporto ne abbia negativi; ed è probabile immaginare che tale situazione possa valere tanto per il passato quanto per il futuro.

Un tale tipo di situazione è naturalmente connessa con il tipo di servizio prestato e, vale almeno la pena sottolineare i benefici dello stesso che andrebbero presi in considerazione laddove non si approfondissero solo gli aspetti economici di breve e medio periodo come, per ovvi motivi, i criteri di valutazione economico di un'azienda, sono costretti a fare.

In generale un aumento del trasporto pubblico a scapito del trasporto privato consente i seguenti benefici ¹:

- riduce la congestione;
- migliora la qualità dell'aria;
- riduce l'inquinamento acustico;
- assicura il diritto alla mobilità per disabili, anziani e studenti;
- è un'alternativa “stress-free” all'automobile privata;
- stimola la crescita economica;
- è conveniente per le famiglie, per le imprese e per la collettività;
- è sicuro;
- è sempre disponibile;
- fa risparmiare tempo e denaro;

– riduce il costo della vita.

Sono quindi evidenti i benefici ambientali, i benefici sociali e i benefici economici che qui non si vuole ulteriormente approfondire.

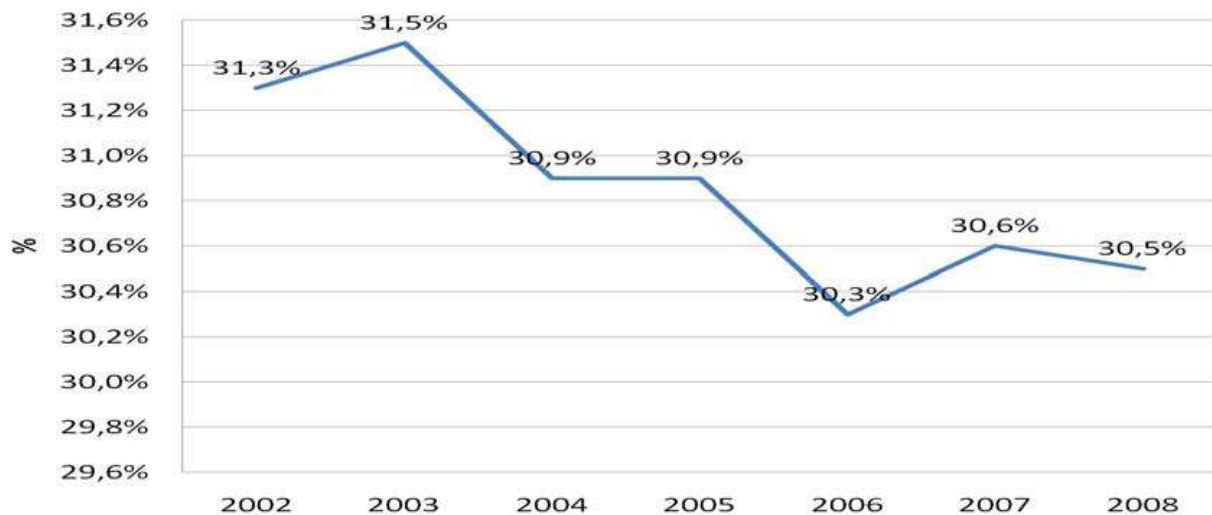
Nel caso del servizio del trasporto scolastico, sviluppato da Jtaca S.r.l., sono, in maniera diversa presenti tutti tali benefici.

Il tema del servizio pubblico, e in particolare del servizio di trasporto pubblico, e del suo deficit strutturale è stato molto dibattuto in Italia, dove è acuito da una morfologia del territorio (con grandi estensioni e molteplicità di poli e quindi difficoltà logistiche di raccolta e convogliamento) che accentua i costi e limita i fruitori. La conseguenza è stata che tale servizio sia spesso gestito da aziende pubbliche, laddove è poco verosimile, se non per brevi periodi e per determinate decisioni manageriali (erosione di una fetta di mercato nei confronti della concorrenza e conseguente aggressività nella determinazione del prezzo) che in questo settore si apra un mercato veramente competitivo.

D'altra parte, non a caso la legislazione italiana ha definito un parametro obiettivo del settore individuato nel rapporto ricavi da traffico costi operativi (al netto dei costi di infrastruttura) pari al 35%. Tuttavia tale parametro non è stato generalmente raggiunto. In effetti, le differenze nelle dinamiche di crescita tra le tariffe e l'inflazione hanno inciso in modo considerevole su tale mancato raggiungimento.

L'intenzione del legislatore italiano nel fissare questo rapporto era chiaramente quella di individuare una precisa politica di ripartizione dei costi del trasporto (35% a carico dell'utenza che effettivamente utilizza il trasporto pubblico locale e il 65% a carico dell'intera collettività) senza trascurare un'incentivazione all'economicità del sistema intesa nella sua duplice accezione: l'efficienza intesa come minimizzazione dei costi e l'efficacia intesa come capacità di raggiungere l'obiettivo primario del settore ovvero sia l'incremento dei passeggeri trasportati.

¹ Fonte: "I benefici del trasporto pubblico" ricerca a cura di ASSTRA-HERMES

Tabella - Andamento del rapporto ricavi da traffico costi operativi (2002-2008;%)²

Tutto ciò per inquadrare correttamente i dati di Jtaca S.r.l. nel settore specifico in un più ampio contesto generale.

E' quindi evidente che sul piano della profittabilità, e di conseguenza, sul piano di valutazione dell'azienda, non poca incidenza abbiano i vincoli di realizzazione di un servizio che non può che risultare complessivamente in perdita.

2. La normativa di riferimento

Non si vuole qui tanto puntualizzare sulla normativa di riferimento che ormai negli ultimi quindici anni ha subito numerose modifiche quanto la portata e lo sviluppo che appare difficile da individuare. Vale tuttavia la pena di considerare che il dibattito si è "incentrato essenzialmente sulle modalità di affidamento dei predetti servizi, cioè sulla regolamentazione giuridica dell'esternalizzazione attraverso l'accesso al mercato e sulla limitazione dei fenomeni di

“autoproduzione”, piuttosto che sul tema centrale della regolazione (pubblica) delle gestioni. La concorrenzialità e la liberalizzazione rappresentano un punto di arrivo, certamente auspicabile e meritorio, ma che da solo non è sufficiente a garantire il percorso che il settore delle *utilities* deve in parte ancora compiere. In modo forse provocatorio, si può anzi sostenere che la modalità di affidamento costituisce un dato neutrale ovvero “accidentale”, rispetto al dato essenziale della capacità di orientare tali gestioni verso il conseguimento di obiettivi di efficienza, economicità e qualità dei servizi, erogati – attualmente in Italia – in massima parte da società a partecipazione pubblica di dimensione locale, controllate cioè dallo stesso ente affidante: ciò che rappresenta il vero nodo della questione. In questo quadro stimolare ed attuare una liberalizzazione dei mercati - possibilmente nell’ambito di una vera politica industriale nel settore delle *utilities* (aspetto questo purtroppo trascurato) - rappresenta un obiettivo che si inserisce in una prospettiva di breve e medio periodo; ma l’urgenza assoluta, l’azione immediata - ed al tempo stesso la più irta di difficoltà - è la trasformazione delle società a controllo pubblico in imprese operanti secondo logiche imprenditoriali. In altri termini, il tema non è tanto “se” ovvero “quando” fare le gare (stabilendo per legge “improrogabili” scadenze), quanto piuttosto “come” giungere a farle nelle condizioni migliori per l’interesse pubblico (quindi quali risorse a disposizione, quali condizioni di esercizio, quali investimenti, ...)”³.

Se quindi, come abbiamo detto e diremo - nel corso del presente elaborato - la società Jtaca S.r.l. rappresenta una sistema organizzativo compiuto e in grado di agire nei confronti degli organismi e enti esterni e nei confronti del mercato ciò non significa che la variazione della normativa non richieda interventi drastici in relazione alla sua stessa esistenza.

² “Livello delle tariffe e le strutture tariffarie nel trasporto pubblico locale”, Roma 18 novembre 2010, studio realizzato da un gruppo di lavoro misto HERMES-ASSTRA.

³ “La *governance* delle società a controllo pubblico: riflessioni a margine della nuova disciplina normativa dei servizi pubblici locali” di Massimiliano Lombardo in Diritto dei servizi pubblici, 16 settembre 2011.

3. Scelta del metodo di valutazione

La società JTACA S.r.l. come evidenziato è una società di servizi.

Per stimare le aziende commerciali e le società di servizi ci si basa generalmente su criteri basati sui flussi ossia con metodi reddituali o metodi finanziari.

Per la stima della JTACA S.r.l. si è ricorsi ad un metodo patrimoniale reddituale che si è ritenuto il più adatto per la valutazione di una società di questo tipo.

In effetti, i metodi patrimoniali reddituali fondono i principi essenziali dei metodi patrimoniali e reddituali tendendo a stimare contemporaneamente il valore del patrimonio netto, che è connotato da elementi di maggior verificabilità oggettiva, ed il contributo fornito dagli elementi reddituali che rappresentano, sul piano logico, una componente essenziale del valore del capitale economico.

Nella forma più semplice i metodi misti patrimoniali-reddituali conducono a calcolare il valore dell'azienda come media del patrimonio netto e del valore di capitalizzazione del reddito atteso, attribuendo a tali valori pesi identici o differenziati, sulla base di considerazioni attinenti alle caratteristiche dell'azienda, ai valori in gioco ed alla loro verificabilità oggettiva.

4. I metodi Patrimoniali-misti

I metodi misti patrimoniali-reddituali fondono i principi essenziali dei metodi patrimoniali e reddituali tendendo a stimare contemporaneamente il valore del patrimonio netto, che è connotato da elementi di maggior verificabilità oggettiva, ed il contributo fornito dagli elementi reddituali che rappresentano, sul piano logico, una componente essenziale del valore del capitale economico.

Nella forma più semplice i metodi misti patrimoniali-reddituali conducono a calcolare il valore dell'azienda come media del patrimonio netto e del valore di capitalizzazione del reddito atteso,

attribuendo a tali valori pesi identici o differenziati, sulla base di considerazioni attinenti alle caratteristiche dell'azienda, ai valori in gioco ed alla loro verificabilità oggettiva.

Più spesso si ricorre ad una forma particolare di metodo misto patrimoniale-reddituale che consente la stima autonoma dell'avviamento o "goodwill". Esso considera il valore del capitale economico dell'azienda come funzione del valore del suo patrimonio, integrato da un avviamento che esprime la capitalizzazione del surplus dei redditi che il capitale investito genererà per un certo numero di esercizi futuri rispetto al reddito normalmente atteso. I redditi normalmente attesi sono in genere determinati in base a tassi medi normali di settore mentre il tasso di attualizzazione del surplus del reddito rappresenta il premio per il trascorrere del tempo. Anche se nulla osta, sul piano concettuale, alla capitalizzazione del sovra-reddito per un periodo illimitato, più spesso essa viene calcolata per un numero finito di esercizi. Nella pratica è frequente l'indicazione di un periodo compreso tra i tre e i dieci anni, tempo questo entro il quale ha senso condurre previsioni in merito ai risultati di gestione, nonché ad eventuali interventi di riequilibrio della redditività.

La determinazione del valore di un'azienda secondo questa metodologia è esprimibile in termini matematici mediante la seguente formula:

$$V = K + a_n \cdot i' \cdot (R - i K) + SA$$

ove:

V = Valore dell'azienda

K = Patrimonio Netto

i' = tasso di attualizzazione

i = tasso di rendimento atteso nel settore (redditività minima che giustifica l'investimento)

$a_n \cdot i'$ = coefficiente di attualizzazione ad n anni al tasso i'

R = reddito normalizzato atteso

n = orizzonte di attualizzazione dei sovra-redditi (R - i K)

SA=Valore di mercato attribuito ai beni non strumentali ("*Surplus Assets*")

Questo metodo, come detto, considera il valore dell'azienda come funzione del valore del reddito che è destinata a produrre.

Esso assume, come punto di partenza, il reddito prodotto e richiede poi che si proceda in successione:

- alla definizione del tasso di capitalizzazione;
- alla definizione dell'orizzonte temporale su cui applicare il tasso di capitalizzazione; a tal proposito tenendo conto che l'azienda è un istituto economico destinato a durare nel tempo l'orizzonte temporale generalmente adottato è piuttosto lungo, anche se in realtà nei modelli matematici, dopo alcuni anni l'effetto moltiplicatore è quasi nullo.

5. La valutazione di JTACA S.r.l.

5.1. La determinazione del Patrimonio Netto di JTACA S.r.l.

In relazione alle considerazioni svolte in premessa, il Patrimonio Netto di riferimento per l'elaborazione della valutazione secondo il metodo Misto Patrimoniale-Reddittuale è quello risultante dal bilancio chiuso il 31 dicembre 2011 comprensivo del risultato di esercizio 2011 ridotto del dividendo di euro 50.000 che l'assemblea dei soci del 26 aprile 2012 ha determinato di distribuire.

Tabella: Composizione del patrimonio netto

<i>Num.</i>	<i>Capitale o riserva</i>	<i>Euro</i>
I	Capitale sociale	100.000
IV	Riserva legale	20.218
VII	Altre riserve	314.152
	Riserva arrotondamento	1
	<i>totale</i>	434.371

Tabella: Il patrimonio netto dopo la distribuzione dividendi

<i>Num.</i>	<i>Capitale o riserva</i>	<i>Euro</i>
I	Capitale sociale	100.000
IV	Riserva legale	20.218
VII	Altre riserve	314.152
	Riserva arrotondamento	1
	Distribuzione dividendi	(50.000)
	<i>totale</i>	384.371

Le poste attive e passive singolarmente analizzate rispecchiano la realtà aziendale, a meno di alcune valutazioni sulle immobilizzazioni materiali e immateriali, che per meglio evidenziare il valore dell'azienda abbisognano di rettifiche.

5.2. Le rettifiche del risultato e del patrimonio

5.2.1 Il contributo per il rinnovo del parco automezzi

Il Comune di Jesolo ai sensi dell'articolo 21 "Revisione dei corrispettivi e investimenti" del contratto di trasporto deve riconoscere alla società Jtaca S.r.l. un contributo di euro 40.000 (quarantamila) annui per la sostituzione degli autobus.

La società al fine di adempiere all'impegno di rinnovare il parco macchine ha assunto numerosi contratti di locazione finanziaria per l'acquisto di mezzi di trasporto necessari. Contabilmente la società, ha rilevato in bilancio un credito e un contributo di euro 40.000 per ciascun esercizio ha rilevato un credito verso il Comune pari alla quota parte dei canoni di competenza. Pertanto, pur se nel lungo periodo (13 anni) il risultato è il medesimo, nel breve periodo sono stati contabilizzati più contributi di quanti ne sono stati pattuiti contrattualmente.

L'estimatore ha teso a ricondurre il risultato di esercizio e il patrimonio tenendo conto del contributo lineare di euro 40.000 annui.

Tabella. Variazione reddito e patrimonio effetto art. 21 del contratto di trasporto

	in bilancio	effettiva competenza	variazione
2008	64.470	40.000	(24.470)
2009	47.436	40.000	(7.436)
2010	59.023	40.000	(19.023)
2011	37.013	40.000	2.987
	207.942	160.000	(47.942)
differenza sul patrimonio netto			(47.942)
differenza sul risultato di esercizio 2011			2.987

5.2.2 Gli investimenti e il parco automezzi

La gran parte dei mezzi in dotazione sono utilizzati a seguito di contratti di locazione finanziaria.

I canoni di leasing sono contabilizzati in bilancio con il principio di competenza. Se esiste un maxi canone iniziale lo stesso è ripartito nel periodo di durata della locazione. La quota non di competenza del periodo è esposta tra i risconti attivi.

Si sottolinea che i principi contabili internazionali prevedono una diversa esposizione contabile ed in particolare fanno prevalere la sostanza sulla forma: l'operazione è considerata un acquisto di una immobilizzazione da parte del locatario che contrae un finanziamento concesso dal locatore. I pagamenti periodici da parte del locatario devono essere ripartiti tra restituzione del capitale e interessi passivi.

Allegato alla nota integrativa di ciascun bilancio vi è il prospetto dei contratti di leasing nel quale è indicato tra l'altro il costo sostenuto dal concedente, l'aliquota di ammortamento che normalmente verrebbe applicata a quella categoria di beni, gli ammortamenti che sarebbero stati effettuati se si fosse proceduto all'acquisto dei beni e non all'utilizzo attraverso contratti di locazione finanziaria.

Secondo il prospetto allegato al bilancio al 31 dicembre 2011 a fronte di un costo complessivo sostenuto dal concedente di euro 2.709.572 gli stessi beni sarebbero stati complessivamente

ammortizzati per euro 1.905.419 e avrebbero quindi un valore residuo di euro 804.152. Tale valore residuo deve essere confrontato con il valore attuale delle rate ancora da scadere che ammonta a euro 917.463, determinando pertanto un effetto negativo di euro 113.311 sul patrimonio netto.

Tale effetto è sostanzialmente dovuto all'applicazione di coefficienti di ammortamento alti rispetto alla durata dei leasing contratti.

Per esempio, nel caso dei mezzi di trasporto scuolabus la percentuale di ammortamento figurativo applicata è del 25%, mentre il contratto è generalmente di almeno cinque anni.

E' tuttavia opportuno verificare se a fronte del valore attuale delle rate non ancora scadute al 31 dicembre 2011 il valore di mercato dei beni concessi in locazione sia superiore o inferiore a tale valore.

Si rileva che la durata media degli automezzi in esame è di quindici-diciotto anni, arrivando normalmente a punte di oltre vent'anni, ben più lunga del processo di ammortamento applicato.

In questo senso si è provveduto a analizzare cespite per cespite i beni acquisiti attraverso contratti di leasing e verificarne il valore attuale basandosi:

- prezzo medio di mercato applicato su beni usati dello stesso tipo;
- stima del valore del bene sulla base della vetustà e dell'efficacia del bene nel processo produttivo.

Sulla base di questi elementi si rileva che il valore dei beni che sono stati concessi con contratto di locazione finanziaria ammonta a euro 1.397.239 che deve essere confrontato con il valore attuale delle rate non ancora scadute che ammonta a euro 917.463 dando luogo a un effetto positivo sul patrimonio netto di euro 479.776.

Non si ritiene fare analoga operazione per i beni inseriti in inventario, e perché gli stessi derivano da acquisizione dei contratti di leasing, e perché la valutazione dei beni appaiono sostanzialmente in linea con il valore di acquisto al netto degli ammortamenti operati.

NUMERO CONTRATTO E DESCRIZIONE BENE		INIZIO LOCAZIO NE	FINE LOCAZIO NE	VALORE ATTUALE DELLE RATE NON SCADUTE AL 31.12.2011	ONERE FINAZIARIO EFFETTIVO 2011	AMMORTA MENTI E RETTIFICHE E ANNO 2011	ALIUO TA DI AMMORTA MENTO	COSTO SOSTENUTO DAL CONCEDENTE	FONDO AMMORTAME NTO AL 31.12.2011	VALORE NETTO DI BILANCIO AL 31.12.2011 (B)	VALORE DI MERCATO O VALUT. AL 31.12.2011 (c)	%	RIFERIM ENTO
188238	LOCOMOTIVA CON CARROZZA DOTTO P90	2001	2006	0	0	0	20%	87.798	87.798	0	57.069	65%	ST
188724	AUTOVETTURA MERCEDES-SMART	2001	2004	0	0	0	25%	8.983	8.983	0	3.000		PMM
189053	ATTREZZATURA "TERMINAL FARO" LINEA NAUTICA	2001	2006	0	0	0	15%	25.049	25.049	0	16.282	65%	ST
189365	MOBILI, HARDWARE UFFICI	2002	2005	0	0	0	12%	2.401	2.401	0	1.561	65%	ST
804424	SISTEMA SOSTA "SKIDATA" SPT400	2004	2011	0	458	2.875	15%	115.000	115.000	0	80.500	70%	ST
809367	SISTEMA SOSTA "SKIDATA"	2006	2013	16.356	905	12.975	15%	86.500	77.850	8.650	58.388	75%	ST
814977	SISTEMA TVCC TELECAMERE PARCHEGGI	2006	2010	0	0	0	30%	37.800	37.800	0	26.460	70%	ST
815071	LOCOMOTIVA DOTTO P90	2006	2010	0	0	0	20%	59.180	59.180	0	41.426	70%	ST
815082	CARROZZA DOTTO A98	2006	2010	0	0	0	20%	50.950	50.950	0	35.665	70%	ST
815090	N.6 CICLOMOTORI PIAGGIO C42	2006	2010	0	0	0	25%	10.750	10.750	0	4.200		PMM
815156	QUADRICICLO PIAGGIO QUARGO PICK UP E PARACABINA	2006	2010	0	0	0	20%	8.833	8.833	0	5.500		PMM
815462	DISPOSITIVI STRADALI E DISSUASORI DI VELOCITA'	2006	2010	0	0	0	25%	166.090	166.090	0	116.263	70%	ST
816332	PIAGGIO PORTER BLIND VAN	2006	2010	0	0	0	20%	12.083	12.083	0	4.500		PMM
817493	IMPIANTI E MOBILI UFFICI SEDE	2006	2011	0	830	7.075	16,67%	42.439	34.853	7.586	24.397	70%	ST
				0	1.014	6.240	12%	52.000	37.440	14.560	26.208	70%	ST
818338	N.10 SISTEMA DI MONITORAGGIO E TELECONTR. SCUOLABUS	2006	2010	0	0	0	25%	20.000	20.000	0	14.000	70%	ST
Riporto				16.356	3.206	29.165		785.856	755.060	30.796	515.418		-

NUMERO CONTRATTO E DESCRIZIONE BENE		INIZIO LOCAZIO NE	FINE LOCAZIO NE	VALORE ATTUALE DELLE RATE NON SCADUTE AL 31.12.2011	ONERE FINAZIARIO EFFETTIVO 2011	AMMORTA MENTI E RETTIFIC E ANNO 2011	ALIUO TA DI AMMOR TAMEN TO	COSTO SOSTENUTO DAL CONCEDENTE	FONDO AMMORTAME NTO AL 31.12.2011	VALORE NETTO DI BILANCIO AL 31.12.2011 (B)	VALORE DI MERCATO O VAL. AL 31.12.2011		RIFERIM ENTO
820445	SCUOLABUS IVECO-CACCIAMALI 100E21	2007	2010	0	0	0	25%	122.500	122.500	0	73.500	60%	ST
820453	N.10 SISTEMA DI TELECONTROLLO VIDEO SCUOLABUS	2007	2011	0	16	0	25%	40.000	40.000	0	28.000	70%	ST
820455	SEGNALETICA VEICOLARE	2007	2011	0	43	0	25%	78.898	78.898	0	39.449	50%	ST
820756	SCUOLABUS IVECO-CACCIAMALI 100E21	2007	2010	0	0	0	25%	122.500	122.500	0	85.750	70%	ST
M0013058	RETE TRASMISSIONE DATI PARCHEGGI ON STREET	2008	2013	9.864	590	1.894	5,26%	36.000	7.574	28.426	6.060	80%	ST
M0013059	ESPANSIONE SISTEMI SKIDATA PARK VOLTA - SALA OPERATIVA	2008	2013	53.378	2.490	24.750	15%	165.000	99.000	66.000	79.200	80%	ST
M0013060	COPERTURA POSTI AUTO PARCHEGGIO	2008	2013	13.133	899	5.100	10%	51.000	20.400	30.600	16.320	80%	ST
M0013061	SCUOLABUS IVECO-CACCIAMALI 100E22	2008	2013	33.976	2.217	31.000	25%	124.000	124.000	0	99.200	80%	ST
Q0034238	PENSILINA PARCHEGGIO	2008	2013	4.351	294	1.588	10%	15.882	6.353	9.529	5.082	80%	ST
	ARMADIO PARCHEGGIO			2.685	181	1.470	15%	9.800	5.880	3.920	4.704	80%	ST
Q0040087	IMPIANTO ELETTRICO PARCHEGGIO	2008	2015	14.775	341	1.471	5,26%	27.975	5.886	22.089	4.709	80%	ST
	SISTEMA TVCC TELECAMERE PARCHEGGIO			14.155	317	2.680	30%	26.800	26.800	0	21.440	80%	ST
PS1014271	SCUOLABUS IVECO-CACCIAMALI 100E22M	2008	2013	37.517	1.511	31.000	25%	124.000	124.000	0	99.200	80%	ST
LI1018161	PARCOMETRI	2008	2013	4.852	202	2.288	15%	15.250	9.150	6.100	7.320	80%	ST
	SISTEMA DI MONITORAGGIO E TELECONTR. SCUOLABUS			4.903	225	4.000	25%	16.000	16.000	0	12.800	80%	ST
	SISTEMA SOSTA SKIDATA			17.461	817	8.623	15%	57.485	34.491	22.994	27.593	80%	ST
LI1211185	DISPOSITIVI STRADALI DI SEGNALEZIONE	2009	2014	54.498	2.693	30.000	25%	120.000	75.000	45.000	63.750	85%	ST
497371	PARCOMETRI	2009	2014	9.136	546	2.738	15%	18.250	6.844	11.406	5.817	85%	ST
499058	ARREDO UFFICI	2010	2016	34.302	1.782	5.828	12%	48.564	8.742	39.822	7.867	90%	ST
	IMPIANTI UFFICI			13.489	701	3.184	16,67%	19.098	6.367	12.731	5.731	90%	ST
	LINEA FIBRA OTTICA			15.778	820	3.723	16,67%	22.335	7.446	14.889	6.702	90%	ST
7799154	FIAT FIORINO 1.4 NPSX	2010	2015	5.053	342	1.481	20%	7.404	2.221	5.183	1.999	90%	ST
Riporto				359.661	20.234	191.981		2.054.597	1.705.112	349.485	1.217.610	-	-

NUMERO CONTRATTO E DESCRIZIONE BENE		INIZIO LOCAZIONE	FINE LOCAZIONE	VALORE ATTUALE DELLE RATE NON SCADUTE AL 31.12.2011	ONERE FINAZIARIO EFFETTIVO 2011	AMMORTA MENTI E RETTIFICHE E ANNO 2011	ALIUO TA DI AMMOR TAMEN TO	COSTO SOSTENUTO DAL CONCEDENTE	FONDO AMMORTAME NTO AL 31.12.2011	VALORE NETTO DI BILANCIO AL 31.12.2011 (B)	VALORE DI MERCATO O VALUT. AL 31.12.2011		RIFERIM ENTO
407940	PARCOMETRI	2010	2015	13.214	725	2.813	15%	18.750	4.219	14.531	3.586	85%	ST
	SISTEMA TVCC TELECAMERE PARCHEGGIO			32.506	1.785	13.838	30%	46.125	20.756	25.369	17.643	85%	ST
408519	PARCOMETRI	2010	2015	28.216	1.579	5.625	15%	37.500	8.438	29.063	7.594	90%	ST
11823	N.3 SCUOLABUS IVECO-CACCIAMALI 100E22M	2010	2015	340.045	16.877	97.500	25%	390.000	146.250	243.750	131.625	90%	ST
	N.3 SISTEMA DI MONITORAGGIO E TELECONTR. SCUOLABUS			20.058	995	5.750	25%	23.000	8.625	14.375	7.763	90%	ST
410198	PARCOMETRI	2011	2016	30.683	1.096	2.670	15%	35.600	2.670	32.930	2.537	95%	ST
13157	CARROZZA DOTTO	2011	2016	47.430	1.558	5.400	20%	54.000	5.400	48.600	5.130	95%	ST
13159	SISTEMA SOSTA "SKIDATA" ED INTERFONO	2011	2016	39.263	399	3.150	15%	42.000	3.150	38.850	2.993	95%	ST
473455	CENTRAKINO TELEFONICO	2011	2016	6.386	445	800	20%	8.000	800	7.200	760	95%	ST
				917.463	45.693	329.526		2.709.572	1.905.419	804.152	1.397.239		-

NOTA:

Effetto netto su P.N. (B-A):	804.152	917.463	-113.311
Effetto netto su P.N. (C-A):	1.397.239	917.463	479.776

Il patrimonio netto rettifiche è pertanto il seguente:

Tabella: Il patrimonio netto rettificato

<i>Num.</i>	<i>Capitale o riserva</i>	<i>Euro</i>
I	Capitale sociale	100.000
IV	Riserva legale	20.218
VII	Altre riserve	314.152
	Riserva arrotondamento	1
	Distribuzione dividendi	(50.000)
	Rettifiche di patrimonio - materiali	479.776
	<i>totale</i>	864.147

5.3. Determinazione del Reddito Normalizzato atteso

La finalità del procedimento di stima è l'individuazione di un dato di reddito "medio normale atteso", che tenga conto della capacità dell'azienda oggetto di valutazione di produrre un flusso stabile di reddito, in funzione di numerose variabili esogene ed endogene alla società.

Per pervenire ad un reddito normalizzato atteso si sono presi in esame i conti economici della società degli ultimi anni e del probabile sviluppo del settore.

Si è inoltre tenuto conto delle indicazioni date dagli uffici amministrativi della società.

L'arco temporale è stato considerato tenendo conto del fatto che la struttura dei costi dell'azienda ha mostrato una sufficiente costanza nel tempo e che l'andamento dell'economia, cui è strettamente correlato il settore, può ritenersi rappresentativo dell'evoluzione prevedibile nel periodo preso in considerazione per il sovra - reddito.

Il valore attribuibile al reddito normalizzato atteso stimato è stato considerato di Euro 49.962 pari alla media degli ultimi quattro esercizi del reddito normalizzato come precedentemente indicato a seguito delle rettifiche operate.

Tabella: Utile rettificato anni 2008-2011

Utile	2008	2009	2010	2011	media
Utile da bilancio	34.560	63.329	9.133	140.767	61.947
Rettifiche	(24.470)	(7.436)	(19.023)	2.987	
Utile rettificato	10.090	55.893	(9.890)	143.754	49.962

5.4. Individuazione della durata dell'extra-reddito e determinazione dei tassi

Un elemento essenziale nella determinazione dell'avviamento "goodwill" è dato dalla durata prevista dall'extra-reddito. Questo elemento va determinato sulla base di considerazioni circa la persistenza delle condizioni interne ed esterne che permettono all'azienda il conseguimento dei risultati prospettici stimati.

In considerazione inoltre della difficoltà di effettuare stime affidabili per un lungo arco temporale si è ritenuto opportuno attribuire al sovra-reddito conseguibile un orizzonte temporale di quindici anni in relazione alla durata del contratto principale che risulta essere quello della sosta.

Tale orizzonte è pari agli orizzonti temporali evidenziati in stime analoghe.

Vi è da dire che primi della forte crisi economica generale il periodo che veniva preso in considerazione era sensibilmente maggiore – in alcuni settori economici si arrivava a un orizzonte temporale anche di quaranta anni – ma l'attuale situazione congiunturale e lo scoppiare di numerose bolle speculative fanno propendere ora per assumere periodi ben più brevi.

La scelta del tasso desiderato di reddito è stata effettuata seguendo, sulla base di quanto suggerito dalla migliore dottrina e dalla più affermata prassi di valutazione, il criterio cosiddetto del tasso opportunità.

Il punto di vista è pertanto quello di un ipotetico investitore che, disponendo di mezzi limitati, riterrà conveniente un certo investimento fino al momento in cui non sarà in grado di individuare un'alternativa che, a parità di rischio, consente un guadagno superiore.

In sostanza, il concetto fondamentale alla base del summenzionato criterio è quello del raffronto tra i rendimenti, resi omogenei rispetto al rischio, offerti da investimenti alternativi. In altre parole è necessario che vi sia una correlazione diretta tra livello di rischio dell'investimento e dimensione del tasso, tenuto conto della remunerazione offerta da investimenti a rischio nullo.

La dimensione del tasso desiderato di reddito - i - tiene pertanto conto:

- del rendimento di impieghi privi di rischio;
- del profilo di rischio e delle prospettive che caratterizzano il settore.

Sulla base della metodologia esposta, il tasso atteso di rendimento risulta determinato dalle seguenti componenti:

Tasso "free risk" Titoli di Stato al netto dell'effetto fiscale	2,5%
Maggiorazione attribuibile al rischio di settore	2,5%
Tasso atteso di rendimento - i -	5%

Per quanto attiene la determinazione del tasso di attualizzazione dei sovra-redditi - i' - si ritiene che quest'ultimo vada inteso come il puro compenso finanziario per il trascorrere del tempo. Come tale è indipendente da problemi di rischio specifici dell'azienda e si collega a parametri finanziari senza rischio (ad esempio al tasso di rendimento dei Titoli di Stato per durate corrispondenti).

Nel caso di specie il tasso di attualizzazione dei sovra-redditi - i' - è stato posto pari a 2,5% (tasso "free risk" medio dei Titoli di Stato).

Tabella – Tasso di rendimento Cedole CCT 2012 ⁽⁴⁾

CEDOLE CCTeu 2012				
Codice titolo	Data emissione titolo	Data godimento cedola	Tasso cedolare lordo semestrale	Tasso cedolare lordo annuale
IT0004652175	15/10/2010	15 aprile 2012	0,942	1,853
IT0004716319	15/04/2011	15 aprile 2012	1,044	2,053
IT0004620305	15/06/2010	15 giugno 2012	0,884	1,739
IT0004809809	15/12/2011	15 giugno 2012	1,748	3,439

5.5. Valore di mercato attribuito ai beni non strumentali

Nella valutazione del valore di mercato attribuito ai beni non strumentali (“*Surplus Assets*”) si è tenuto conto dei valori iscritti a libro dei diversi progetti in corso e si è provveduto a valutarne il valore.

Per quanto riguarda i beni non tangibili. In particolare due sono gli aspetti che nel corso della relazione sono emersi: la capacità della struttura societaria di implementare le aree di sosta e la struttura organizzativa.

Di conseguenza, due sono le rettifiche che si è ritenuto introdurre perché suscettibili di una valorizzazione: il contratto di concessione in *house providing* del servizio pubblico locale di sosta; il sistema organizzativo e di controllo.

1) Contratto di concessione in *house providing* del servizio pubblico locale di sosta.

Si ritiene di operare un valore incrementativo di valore al contratto di concessione in *house providing* del servizio pubblico locale di sosta. Infatti, nel corso delle considerazioni espresse è stata manifestata la possibilità di creare nuove aree di sosta, e quindi incrementare la redditività, a parità di ogni altro fattore, mantenendo sostanzialmente invariati i costi generali. In tal modo è evidente la possibilità di incrementare la capacità reddituale della società.

Il valore a questo *asset* immateriale viene definito in euro 100.000.

⁴ Fonte: Banca d'Italia.

2) Il sistema organizzativo e di controllo.

L'esistenza di una buona organizzazione e di una struttura organizzata di gestione e controllo in grado di operare anche in caso di incremento di fatturato e aumento della complessità si ritiene possa essere un "valore"

Il valore a questo *asset* immateriale viene definito in euro 80.000.

5.6. Sviluppo dei calcoli e individuazione del valore

Sulla base delle considerazioni svolte nei precedenti paragrafi, il metodo misto patrimoniale-reddituale con stima autonoma dell'avviamento per un numero limitato di anni applicabile al ramo di azienda oggetto della perizia, porta ad un valore così determinato:

$$V = K + a_n \cdot i' \cdot (R - i \cdot K) + SA$$

K = euro 864.147

i' = 2,5 %

i = 5 %

R = euro 49.962

n = 15

SA = euro 180.000

V (valore della società) pertanto ammonta a Euro 1.127.779 (unmilione centoventisette settecento settantanove).

Si vuole qui aggiungere che la presente perizia risente fortemente dell'attuale situazione congiunturale, e solo a titolo indicativo, si può ragionevolmente affermare che se lo stesso tipo di valutazione fosse stata fatta tre o quattro anni prima, il valore complessivo della società non si sarebbe discostato di molto da euro 3.300.000/3.8000.000. Tale considerazione non si discosta di molto da tutte le valutazioni riscontrabili sui mercati finanziari e dei capitali.

6. Considerazioni conclusive

Sulla base delle informazioni e dei criteri di cui si è dato evidenza nei paragrafi precedenti, il sottoscritto conclude dichiarando che il valore della JTACA S.r.l. al 31 dicembre 2011 è pari – arrotondato - a euro 1.127.000,00 (unmilionecentoventisettemila//00).

Vittorio Veneto, 2 agosto 2012

Il perito

Dottore Commercialista

Giulio Lapasini
