

Andrea Girelli *Dottore Commercialista*

*Valutazione del capitale economico
della società*

S.I.E.M. – Società Intercomunale

Ecologica Mantovana - S.p.A.

a cura

Dott. Andrea Girelli – Dottore Commercialista in Mantova

SOMMARIO

1.	L'INCARICO PERITALE	3
2.	L'APPROCCIO RICHIESTO AL PERITO	4
3.	S.I.E.M. S.P.A.	7
4.	I METODI DI VALUTAZIONE: GENERALITÀ ED ASPETTI TEORICI	12
5.	METODO DI STIMA ADOTTATO PER LA DETERMINAZIONE DEL VALORE DI S.I.E.M. S.P.A.	17
6.	LA VALUTAZIONE DI S.I.E.M. S.P.A.	19
6.1.	LE VOCI DELL'ATTIVO	20
6.2.	LE VOCI DEL PASSIVO	25
7.	IL PATRIMONIO NETTO RETTIFICATO	28
8.	CONCLUSIONI	29

1. L'INCARICO PERITALE

La società S.I.E.M. – Società Intercomunale Ecologica Mantovana - S.p.A., con sede in Mantova (MN), Via Giuseppe Taliercio, n. 3, iscritta al Registro Imprese di CREMONA-MANTOVA-PAVIA al n. 80018460206, C.F. 80018460206 e P.IVA. n. 00679630202 esercente l'attività di smaltimento rifiuti senza recupero, nella persona del legale rappresentante Dott. Bortolini Maurizio nato a Suzzara (MN) il 25/10/1960, residente a Suzzara (MN) in Viale Antonio Gramsci, n. 18, C.F. BRTMRZ60R25L020Z , di seguito la “Società”, ha conferito in data 29 maggio 2025 al sottoscritto **Dott. Andrea Girelli** con studio in Mantova, Via Pietro Verri n. 1, P.E.C. andrea.girelli@odcecmn.legalmail.it, iscritto all’Ordine dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili di Mantova, sez. A matricola n. 523, titolare dello Studio Girelli Commercialisti Associati S.S., l’incarico di effettuare una valutazione del capitale economico di S.I.E.M. S.p.A. per la determinazione del rapporto di concambio nell’ambito di una operazione di fusione societaria per incorporazione della Società in Tea S.p.A. SB.

Scopo della valutazione è determinare il valore del capitale economico di S.I.E.M. S.p.A. con riferimento alla data del 31 dicembre 2024.

Tale incarico si inserisce nel progetto di avviare un percorso che consenta, come indicato nel “Piano per la gestione integrata dei rifiuti urbani nei comuni della provincia di Mantova” del 31.10.2024:

- (i) la definizione della migliore soluzione per una gestione integrata ed efficiente dei rifiuti nella provincia di Mantova alla scadenza degli attuali affidamenti, tenuto conto, altresì, degli obiettivi sfidanti posti dall’Aggiornamento del Programma regionale di gestione dei rifiuti-PRGR;
- (ii) un conseguente riassetto razionale ed efficiente delle partecipazioni detenute dagli enti locali interessati e coinvolti.

È altresì da precisare che, per svolgere il proprio lavoro, il sottoscritto ha fatto pieno affidamento sulle informazioni, sui documenti messi a disposizione e su quanto emerso dai colloqui intercorsi con il management delle società coinvolte e che i dati messi a disposizione, ovviamente, condizionano la scelta del metodo valutativo ed il risultato dello stesso.

L’incarico non ha previsto lo svolgimento di un’attività di “*due diligence*”.

Pertanto, non si assume, alcuna responsabilità in merito alla completezza, veridicità ed accuratezza di quanto messo a sua disposizione, pur avendo svolto il proprio incarico

adottando la massima professionalità richiesta per l'espletamento di incarichi di tale natura. Si vuole sottolineare che la presente relazione rappresenta l'assolvimento di detto incarico da parte del sottoscritto in piena ed assoluta indipendenza rispetto a qualsivoglia soggetto terzo, direttamente o indirettamente interessato alla valutazione di suddetta Società. I risultati emersi da tale valutazione sono stati ottenuti utilizzando la massima diligenza e professionalità da parte dello scrivente, seppur basati su dati ed informazioni non verificati dal sottoscritto e, pertanto, nel caso in cui le informazioni messe a disposizione dovessero risultare non attendibili o incomplete, i risultati emersi dalla valutazione potrebbero esserne inficiati per cause comunque non riconducibili all'operato dello scrivente.

La presente valutazione è finalizzata e utilizzabile unicamente nell'ambito della ipotizzata operazione di fusione fra Tea S.p.A. SB e S.I.E.M. S.p.A.

2. L'APPROCCIO RICHIESTO AL PERITO

Oggetto dell'incarico, si è detto, è la valutazione del capitale economico della società S.I.E.M. S.p.A. ai fini per la determinazione del rapporto di concambio nell'ambito di una operazione di fusione societaria per incorporazione della Società in Tea S.p.A. SB, il cui progetto, ai sensi dell'art. 2501-ter C.C., dovrà essere redatto entro il 30.06.2025, come stabilito dall'Accordo sottoscritto dai Soci, dalla Società, da Mantova Ambiente S.r.l., dalla Provincia di Mantova e da Tea S.p.A. SB nel corso del 2024.

Tale operazione richiede la definizione di un rapporto di concambio che si basa sulla valutazione del valore economico di entrambe le società interessate dall'operazione di fusione. Si fa presente che i soci hanno rinunciato all'unanimità alla relazione degli esperti ex art. 2501-quater, co. 3 c.c. A tal fine, Tea S.p.A. ha conferito mandato professionale al Prof. Dott. Marco Maria Mattei dell'Università di Bologna, per la valutazione d'azienda e, in particolare: i) assistenza al Gruppo Tea nella definizione delle metodologie di valutazione più appropriate; ii) valutazione del capitale economico del Gruppo Tea e di S.I.E.M. S.p.A.; iii) confronto con il sottoscritto per seguire l'operazione; iv) formulazione di un parere di ragionevolezza (*fairness opinion*), sotto il profilo esclusivamente finanziario, sulla congruità del valore assegnato a Tea S.p.A. SB rispetto al valore di S.I.E.M. S.p.A.

Il compito del sottoscritto è, pertanto, la valutazione del capitale economico di S.I.E.M. S.p.A. per la determinazione del rapporto di concambio con Tea S.p.A. SB, nell'ambito della sopra citata operazione straordinaria, condividendone i metodi valutativi con il Prof. Dott. Mattei.

La valutazione dell'azienda è stata effettuata con riferimento alla data del 31 dicembre 2024, sulla base dei dati, dei documenti, delle informazioni e delle metodologie esposte nella presente relazione e con le precisazioni e le avvertenze evidenziate. L'incarico non ha previsto lo svolgimento di verifiche contabili integrative o di revisione, né verifiche o accertamenti circa l'eventuale sussistenza di passività di tipo fiscale, contrattuale, previdenziale o di altro genere; e, pertanto, non si risponde della veridicità, completezza, accuratezza, attendibilità e rappresentatività di documenti, dati e informazioni, che sono stati messi a disposizione.

L'incarico non prevede l'aggiornamento o la rettifica del presente documento per eventi verificatisi successivamente alla data di riferimento della valutazione.

Il sottoscritto ha incontrato di persona o in audio-video collegamento, e in diverse occasioni, l'amministratore unico dott. Maurizio Bortolini, il dipendente rag. Gianni Bernardi, la commercialista dott.ssa Alberta Marocchi, il revisore legale dei conti dott. Luigi Bartoli, il presidente del collegio sindacale rag. Davide Bonazzi, il responsabile amministrazione finanza e controllo di Tea S.p.A. dott. Lorenzo Amadeo, il direttore tecnico di S.I.E.M. dott. Ing. Filippo Mutti, il valutatore delle discariche prof. Ing. Sergio Cavallari e l'esperto valutatore nominato da Tea S.p.A. SB. prof. Dott. Marco Maria Mattei.

Tanto premesso, nell'espletamento dell'incarico affidato mi sono avvalso dei seguenti principali documenti ed informazioni, messi a disposizione dalla società:

- Bilancio di esercizio, Relazione sulla gestione, Relazione Unitaria del Collegio Sindacale al bilancio chiuso al 31.12.2020, ricevuta di deposito in CCIAA e verbale di approvazione del bilancio;
- Bilancio di esercizio, Relazione sulla gestione, Relazione del Collegio Sindacale e Relazione di Revisione al bilancio chiuso al 31.12.2021, ricevuta di deposito in CCIAA e verbale di approvazione del bilancio;
- Bilancio di esercizio, Relazione sulla gestione, Relazione del Collegio Sindacale e Relazione di Revisione al bilancio chiuso al 31.12.2022, ricevuta di deposito in CCIAA e verbale di approvazione del bilancio;
- Bilancio di esercizio, Relazione sulla gestione, Relazione del Collegio Sindacale e Relazione di Revisione al bilancio chiuso al 31.12.2023, ricevuta di deposito in CCIAA e verbale di approvazione del bilancio;
- Bilancio di esercizio, Relazione sulla gestione, Relazione del Collegio Sindacale e Relazione di Revisione al bilancio chiuso al 31.12.2024, ricevuta di deposito in CCIAA e verbale di approvazione del bilancio;
- Bilancio di verifica al 31.12.2020;
- Bilancio di verifica al 31.12.2021;

- Bilancio di verifica al 31.12.2022;
- Bilancio di verifica al 31.12.2023;
- Bilancio di verifica al 31.12.2024;
- Situazione contabile infrannuale al 30.04.2025;
- Libro Giornale 2024;
- Brogliaccio giornale al 30.04.2025;
- Libro Cespi al 31.12.2024;
- Schede contabili 2022-2023-2024;
- Mod. Iva 2023 (p.i. 2022);
- Mod. Iva 2024 (p.i. 2023) con lipe iv trimestre 2023;
- Mod. Iva 2025 (p.i. 2024) con lipe iv trimestre 2024;
- Mod. Redditi SC 2023 (2022);
- Mod. Redditi SC 2024 (2023);
- Calcolo accantonamento imposte periodo d'imposta 2024;
- Mod. IRAP 2023 (p.i. 2022);
- Mod. IRAP 2024 (p.i. 2023);
- Mod. 770 2023 (p.i. 2022);
- Mod. 770 2024 (p.i. 2023);
- Certificazione Unica 2023 - 2024 - 2025;
- Lipe I – II – III - IV trim 2022;
- Lipe I – II – III trim 2023;
- Lipe I – II – III trim 2024;
- Atto pubblico concessione in uso tra S.I.E.M. e Mantova Ambiente S.r.l. del 9/05/2012;
- Finanziamento TEA del 3/06/2024;
- Relazione dott. Ing. Filippo Mutti sugli aspetti gestionali discariche S.I.E.M. del 25/03/2025;
- Aggiornamento dott. Ing. Filippo Mutti fondi discariche al 31/12/2024 del 25/03/2025;
- Visura CCIAA 9/05/2025;
- Statuto sociale adottato il 14/10/2021;
- Documenti mutui bancari al 31/12/2024;

- Centrale rischi Banca d'Italia del 23/06/2025;
- Valutazione Ing. Cavallari costi *post mortem* discariche del 24/06/2025;
- Piano industriale 2025-29 Gruppo Tea;
- Mantova Ambiente: visura camerale, statuto, bilancio 2024;
- Contratto del 13/04/2017 relativo alla partecipazione societaria in MA e di affidamento di compiti operativi concernenti i servizi di raccolta e trasporto dei rifiuti e del verde pubblico;
- Rogiti di provenienza degli immobili;
- Autorizzazioni relative alle discariche.

3. S.I.E.M. S.p.A.

S.I.E.M. – Società Intercomunale Ecologica Mantovana - S.p.A., con sede in Mantova (MN), Via Giuseppe Taliercio, n. 3, iscritta al Registro Imprese di MN al n. 80018460206, costituita nel 1995, diventa operativa nel 1996. La società ha per oggetto la raccolta, il recupero, la trasformazione, il trasporto e lo smaltimento di tutti i generi di rifiuti con la gestione di discariche controllate e di impianti a tecnologia complessa, nonché tutte le attività inerenti all'igiene urbana. In visura l'attività principale è lo smaltimento dei rifiuti senza recupero.

S.I.E.M. S.p.A. ha la titolarità delle discariche per rifiuti urbani ed assimilati di Magnacavallo, Monzambano e di Pieve di Coriano (ora Comune di Borgo Mantovano), attualmente tutte in gestione post operativa.

Gli impianti per la gestione dei rifiuti di Castel Goffredo e Pieve di Coriano sono concessi in uso a Mantova Ambiente S.r.l. per una durata fissata in anni 20 (deliberazione del Consiglio di Amministrazione del 15/07/2010).

Il capitale sociale deliberato, sottoscritto e versato risulta di euro 500.000 ed è composto da n. 1.000.000 azioni del valore nominale di € 0,5 ciascuna, come segue:

Denominazione	N. Azioni	Valore nominale Azioni
Comune Acquanegra s/Chiese	8.027	4.013,50
Comune Asola	23.637	11.818,50
Amministrazione Prov.le di Mantova	15.000	7.500,00
Comune Bagnolo San Vito	14.203	7.101,50

Comune Borgocarbonara	6.340	3.170,00
Comune Borgo Mantovano	15.061	7.530,50
Comune Borgo Virgilio	34.562	17.281,00
Comune Bozzolo	11.562	5.781,00
Comune Canneto s/Oglio	12.396	6.198,00
Comune Casalmoro	4.704	2.352,00
Comune Casaloldo	5.298	2.649,00
Comune Casalromano	3.486	1.743,00
Comune Castelbelforte	6.888	3.444,00
Comune Castel d'Ario	10.695	5.347,50
Comune Castel Goffredo	23.167	11.583,50
Comune Castelluccchio	13.447	6.723,50
Comune Castiglione d/Stiviere	45.848	22.924,00
Comune Cavriana	9.631	4.815,50
Comune Ceresara	6.637	3.318,50
Comune Commessaggio	3.094	1.547,00
Comune Curtatone	29.429	14.714,50
Comune Dosolo	8.495	4.247,50
Comune Gazoldo degli Ippoliti	6.645	3.322,50
Comune Gazzuolo	6.893	3.446,50
Comune Goito	24.779	12.389,50
Comune Gonzaga	20.267	10.133,50
Comune Guidizzolo	13.363	6.681,50
Comune Magnacavallo	4.912	2.456,00
Comune Marcaria	19.408	9.704,00

Comune Mariana Mantovana	1.639	819,50
Comune Marmirolo	18.936	9.468,00
Comune Medole	8.513	4.256,50
Comune Moglia	14.454	7.227,00
Comune Mantova	138.554	69.277,00
Comune Motteggiana	4.860	2.430,00
Comune Ostiglia	19.616	9.808,00
Comune Pegognaga	17.410	8.705,00
Comune Piubega	4.506	2.253,00
Comune Poggio Rusco	16.735	8.367,50
Comune Pomponesco	3.934	1.967,00
Comune Ponti s/Mincio	4.839	2.419,50
Comune Porto Mantovano	33.209	16.604,50
Comune Quingentole	3.497	1.748,50
Comune Quistello	15.909	7.954,50
Comune Redondesco	3.853	1.926,50
Comune Rivarolo Mantovano	7.547	3.773,50
Comune Rodigo	13.042	6.521,00
Comune Roncoferraro	18.096	9.048,00
Comune Roverbella	20.113	10.056,50
Comune Sabbioneta	11.924	5.962,00
Comune San Benedetto Po	20.434	10.217,00
Comune San Giacomo delle Segnate	4.909	2.454,50
Comune San Giorgio Bigarello	20.910	10.455,00
Comune San Giovanni del Dosso	3.318	1.659,00

Comune San Martino dall'Argine	5.268	2.634,00
Comune Schivenoglia	3.445	1.722,50
Comune Sermide e Felonica	23.410	11.705,00
Comune Serravalle a Po	4.766	2.383,00
Comune Solferino	5.719	2.859,50
Comune Sustinente	6.407	3.203,50
Comune Suzzara	47.155	23.577,50
Comune Viadana	43.075	21.537,50
Comune Villimpenta	5.921	2.960,50
Comune Volta Mantovana	16.203	8.101,50
	1.000.000	500.000,00

A decorrere dall'anno 2010 S.I.E.M. S.p.A. ha fuso per incorporazione il proprio ramo operativo in Mantova Ambiente S.r.l. assumendo una quota di partecipazione nella stessa pari al 36% del capitale.

Per quel che concerne la situazione economico-patrimoniale di S.I.E.M. S.p.A., si riportano di seguito i bilanci riclassificati dell'ultimo triennio:

Stato patrimoniale riclassificato	2022	2023	2024
DOVUTI	- €	- €	- €
Immobilizzazioni immateriali	4.630 €	3.889 €	3.149 €
Immobilizzazioni materiali	6.331.737 €	6.280.737 €	6.037.492 €
Immobilizzazioni finanziarie	2.152.000 €	2.152.000 €	2.152.000 €
ATTIVO IMMOBILIZZATO	8.488.367 €	8.436.626 €	8.192.641 €
Rimanenze	- €	- €	- €
Crediti commerciali	178.794 €	104.633 €	181.332 €
Crediti tributari	30.821 €	27.072 €	31.153 €
Imposte anticipate	933.775 €	1.062.557 €	1.273.746 €
Altri crediti	34.389 €	34.390 €	- €
immobilizzazioni	- €	- €	- €
Ratei e risconti attivi	7.708 €	7.781 €	7.728 €
Liquidità	255.970 €	128.719 €	364.722 €
ATTIVO CIRCOLANTE	1.441.457 €	1.365.152 €	1.858.681 €
TOTALE ATTIVO	9.929.824 €	9.801.778 €	10.051.322 €

PN	2.151.894 €	2.167.528 €	2.183.522 €
Fondo TFR	7.288 €	8.301 €	9.371 €
Altri fondi	5.958.359 €	6.420.987 €	3.980.083 €
Debiti finanziari oltre il successivo esercizio	973.957 €	552.124 €	416.707 €
PASSIVITA' CONSOLIDATE	6.939.604 €	6.981.412 €	4.406.161 €
Debiti finanziari entro il successivo esercizio	360.331 €	428.180 €	135.349 €
Debiti tributari e di previdenza	1.879 €	2.650 €	2.605 €
Debiti commerciali	458.588 €	170.680 €	3.310.035 €
Altri debiti	11.400 €	45.790 €	11.825 €
Ratei e risconti passivi	6.128 €	5.538 €	1.825 €
PASSIVITA' CORRENTI	838.326 €	652.838 €	3.461.639 €
TOTALE PASSIVO	9.929.824 €	9.801.778 €	10.051.322 €

Conto economico riclassificato	2022	2023	2024
Ricavi delle vendite e prestazioni	421.080 €	387.761 €	382.391 €
Variazioni delle rimanenze e capitalizzazioni	- €	- €	- €
straordinaria	- €	- €	- €
Contributi in c/esercizio	- €	- €	- €
VALORE DELLA PRODUZIONE	421.080 €	387.761 €	382.391 €
Acquisti di beni	- €	- €	- €
Variazione delle rimanenze	- €	- €	- €
Costi per servizi	136.073 €	97.708 €	180.325 €
Godimento beni di terzi	4.443 €	4.812 €	4.819 €
Oneri diversi di gestione	1.101 €	2.522 €	4.211 €
VALORE AGGIUNTO	279.463 €	282.719 €	193.036 €
Retribuzione e altri oneri del personale	20.569 €	20.851 €	20.999 €
Accantonamenti per rischi e altri	335.000 €	525.000 €	710.000 €
EBITDA	- 76.106 €	- 263.132 €	- 537.963 €
Ammortamenti	297.005 €	244.741 €	243.986 €
EBIT	- 373.111 €	- 507.873 €	- 781.949 €
Proventi finanziari	324.815 €	449.933 €	726.822 €
Oneri finanziari	34.149 €	55.206 €	140.071 €
Utili (perdite) su cambi	- €	- €	- €
finanziarie	- €	- €	- €
RISULTATO DOPO LA GESTIONE FINANZIARIA	- 82.445 €	- 113.146 €	- 195.198 €
Altri ricavi e proventi di natura straordinaria	- €	- €	- €
Costi e oneri di natura straordinaria	- €	- €	- €
RISULTATO ANTE-IMPOSTE	- 82.445 €	- 113.146 €	- 195.198 €
Imposte	- 93.841 €	- 128.782 €	- 211.189 €
RISULTATO NETTO	11.396 €	15.636 €	15.991 €

Si precisa che nel conto economico riclassificato sopra proposto, la voce di ricavo A5, che accoglie gli utilizzi del fondo rischi e oneri accantonato per la gestione *post mortem* delle discariche di Magnacavallo, Monzambano e Pieve di Coriano, è stata riclassificata a riduzione dei costi per servizi di cui alla voce B7.

4. I METODI DI VALUTAZIONE: GENERALITÀ ED ASPETTI TEORICI

Come è noto non esistono formule o regole definite cui attenersi per effettuare valutazioni di società, aziende o rami di esse. La dottrina e la prassi professionale hanno tuttavia sviluppato metodologie che riscontrano generale accettazione presso gli operatori e che possono adattarsi alle diverse esigenze valutative.

Le metodologie si differenziano tra loro in quanto pongono l'enfasi su aspetti diversi dell'azienda da valutare. Tali metodiche, seppure in astratto tutte corrette sotto il profilo concettuale, presentano però problemi peculiari nella loro applicazione pratica, derivanti dalla corretta identificazione delle variabili essenziali delle formule sottostanti, nonché dalla concreta reperibilità di fonti informative adeguate.

I metodi di valutazione devono perciò essere opportunamente scelti, a seconda della natura e delle caratteristiche dell'azienda da valutare, delle informazioni disponibili, nonché delle finalità della valutazione stessa.

Il valore, infatti, dipende da molteplici considerazioni proprie delle parti contraenti che, in teoria, ed a seconda dei casi, potrebbero perfino prescindere dagli aspetti patrimoniali, reddituali e finanziari dell'oggetto di negoziazione. Il problema fondamentale della valutazione condotta da un perito indipendente, invece, consiste nell'esprimere sotto forma numerica l'universalità dei fattori che costituiscono nel loro insieme la realtà aziendale.

È necessario, di conseguenza, ricordare che la valutazione di qualsiasi azienda non può risolversi in una mera applicazione di formule, utilizzate in modo meccanico sulla base di dati contabili o extra-contabili. Questa regola generale vale soprattutto nelle scelte dei parametri che entrano nelle formule stesse, scelte che necessariamente sono in parte soggettive, in quanto legate sostanzialmente all'esperienza maturata in questo specifico settore professionale.

Prima di illustrare il metodo che si è deciso di adottare nel caso in questione, è opportuno indicare brevemente i caratteri fondamentali di quelli che vengono comunemente proposti dalla dottrina e dalla prassi professionale prevalente.

In prima approssimazione si può affermare che il processo valutativo di un'azienda scaturisce da un complesso esame che investe sia la capacità di reddito dell'oggetto di valutazione che

la sua struttura patrimoniale. Pertanto, i criteri valutativi si possono ricondurre a distinti procedimenti di calcolo, quali quelli di seguito individuati.

Criteri del costo

I criteri del costo si fondano sull'ipotesi che un investitore razionale attribuisca ad un bene esistente un valore non superiore al suo costo di sostituzione (o di riproduzione).

Il costo di sostituzione (o di riproduzione) include gli oneri associati alla costruzione, ai prezzi applicabili alla data di riferimento della valutazione, di beni simili con utilità equivalente.

I criteri del costo trovano di norma applicazione mediante utilizzo dei c.d. metodi patrimoniali.

Tali metodologie consentono di giungere alla valutazione del capitale economico della società tramite la riespressione a valori correnti dei cespiti e di tutti gli elementi attivi e passivi del patrimonio aziendale; il valore dell'azienda (W) corrisponde, pertanto, al valore del patrimonio netto rettificato (K) a valori correnti, in base alla seguente, in apparenza semplice, formula $W = K$.

Il metodo in questione, che ha il pregio di addivenire ad una valutazione del patrimonio aziendale oggettiva e riscontrabile, si caratterizza per la stima analitica a valori correnti di sostituzione: analitica, perché effettuata distintamente per ciascun elemento del patrimonio; a valori correnti, perché basata sui prezzi di mercato del momento; di sostituzione, perché l'ipotesi di base è quella del riacquisto (o della riproduzione) per elementi attivi e della rinegoziazione per quelli passivi.

Nell'ambito dei metodi di valutazione patrimoniali, si distingue normalmente fra i metodi patrimoniali semplici ed i metodi patrimoniali complessi: nei primi non sono considerati ai fini della valutazione i beni immateriali (salvo, eventualmente, valori immateriali per cifre modeste o trascurabili, quali ad esempio disaggi su obbligazioni, costi di aumento di capitale, ecc.); nei metodi patrimoniali complessi si considerano, viceversa, anche i beni immateriali.

Criteri economico finanziari

I criteri economico finanziari si fondano sull'ipotesi che il valore di un bene sia pari al valore attuale dei benefici futuri ottenibili dal suo utilizzo.

I criteri economico finanziari sono di norma applicati mediante l'utilizzo delle metodologie reddituali e finanziarie.

Metodi reddituali

I metodi reddituali fondano il proprio presupposto sulla capacità dell'azienda di generare un flusso reddituale riproducibile in futuro. Il valore del capitale economico (W) viene, dunque, stimato sul piano quantitativo, come funzione del reddito atteso R . La definizione del reddito atteso può avvenire sia facendo riferimento ai dati storici che a quelli espressi dai piani aziendali; in ogni caso, l'obiettivo consiste nel pervenire a risultati che possano essere considerati rappresentativi della futura evoluzione della redditività aziendale (c.d. reddito medio prospettico annuo o dizioni analoghe).

Per quanto riguarda l'orizzonte temporale di riferimento, entro il quale si stima che l'azienda sia in grado di produrre reddito, è possibile ricorrere alla durata limitata o indefinita.

Nel primo caso, il valore dell'azienda (W) equivale al valore attuale di una rendita temporanea, in cui “ R ” è il reddito atteso ed “ n ” la durata prevista, secondo la seguente formula.

Valore attuale del reddito a durata limitata: $W = R \cdot n - i$

Nel secondo caso, il valore dell'azienda (W) equivale al valore attuale di una rendita perpetua di rata costante R calcolata al tasso (i), determinato in base alla seguente formula.

Valore attuale del reddito perpetuo: $W = R / i$

La configurazione del reddito R rilevante, ai fini dell'applicazione del metodo in questione, è quella prospettica, idonea a riflettere le condizioni di redditività attesa dell'azienda, media, vale a dire che l'impresa è stabilmente in grado di produrre, e normalizzata, ossia depurata dalle componenti straordinarie non ripetibili o, comunque, estranee alla gestione. Pertanto, nella configurazione del reddito R rilevante deve essere eliminata ogni componente negativa la cui apposizione è dettata esclusivamente dall'esigenza di ridurre il reddito imponibile ai fini dell'imposizione fiscale, ovvero dall'intento di attuare determinate politiche di bilancio.

Il reddito medio normale deve essere, infatti, calcolato con riferimento a condizioni normali di svolgimento della gestione ed, in particolare, a condizioni di indebitamento “regolari” e non eccezionali, in assenza di situazioni particolarmente favorevoli o sfavorevoli, e consegue

da una ridistribuzione nel tempo dei componenti straordinari (plusvalenze e minusvalenze patrimoniali, rettifiche di costi e ricavi di precedenti esercizi, ecc.); il medesimo, inoltre, deve essere determinato al netto degli oneri tributari anche potenziali e dei compensi figurativi diversi dalla remunerazione del capitale proprio e delle eventuali partecipazioni agli utili spettanti a terzi. Il tasso di attualizzazione (i) utilizzato incorpora il compenso derivante dal semplice trascorrere del tempo (sostanzialmente pari al rendimento riconosciuto ad attività prive di rischio) ed altresì l'adeguata remunerazione del rischio d'impresa.

In particolare, il tasso di puro interesse, relativo agli impieghi di capitale a rischio nullo, è generalmente determinato con riferimento ai rendimenti dei titoli di debito pubblico a scadenza non breve, ovvero allineata alla presunta durata della società.

La maggiorazione del tasso di puro interesse a titolo di premio per il rischio di impresa è commisurata all'intensità del rischio gravante sul capitale proprio.

Metodi finanziari

I metodi finanziari ravvisano nella capacità dell'azienda di produrre flussi di cassa l'elemento fondamentale ai fini della valutazione. In particolare, il valore di un'azienda è il risultato della somma algebrica del valore attuale dei flussi di cassa che la stessa sarà in grado di generare in futuro (c.d. *Discounted cash flow*, in acronimo DCF).

Il tasso di attualizzazione utilizzato per scontare, al valore attuale, i flussi di cassa attesi in futuro può essere il tasso di rendimento del capitale di rischio, ovvero il costo medio ponderato del capitale, a seconda della configurazione di flusso di cassa considerata (equity side vs asset side).

Tali metodi trovano spesso applicazione nei casi in cui sono disponibili proiezioni economiche e patrimoniali di medio-lungo termine e sono generalmente considerati molto affidabili.

Criteri di mercato

I criteri di mercato si basano sull'assunto che il valore di un bene sia determinabile con riferimento al prezzo fatto in scambi di beni simili avvenuti nel recente passato.

I criteri di mercato sono di norma applicati mediante utilizzo delle metodologie riferibili ai multipli di borsa o a transazioni comparabili.

Metodo dei multipli di borsa

Il metodo dei multipli di borsa consiste nel raffrontare il valore della società da valutare comparativamente con quello di società quotate similari. Tale metodo è normalmente utilizzato per la valutazione di aziende con titoli non quotati su mercati regolamentati, ma che abbiano caratteristiche in qualche misura assimilabili a società quotate.

Il metodo dei multipli trova fondamento nei dati espressi dalle transazioni di mercato per beni omogenei, e quindi comparabili, a quello oggetto della valutazione. Tale metodo si sostanzia nell'applicazione di una percentuale o di un moltiplicatore ad una grandezza economica (di solito il reddito netto, il reddito operativo, il margine operativo lordo, l'ebit, l'ebitda, ecc.) ritenuta significativa ed in grado di esprimere il valore del bene. A ciò si applicano normalmente dei correttivi (sconti) per tenere conto del diverso grado di liquidabilità delle società prese in considerazione.

Metodi delle transazioni comparabili

I metodi delle transazioni comparabili consistono nel riconoscere all'azienda un valore pari ai prezzi fatti in transazioni recenti fuori mercato, aventi per oggetto aziende similari. Il problema, a questo proposito, è ovviamente quello di disporre di informazioni adeguate.

Criteri misti

I criteri misti si fondano sull'idea che il valore di un bene dipenda sia dal suo costo di sostituzione (o di riproduzione), sia dalla sua capacità di produrre benefici economici futuri. Tali criteri sono di norma applicati mediante utilizzo di combinazioni di metodi sia patrimoniali che reddituali. Tra i metodi misti una delle metodologie più diffuse è appunto quella del metodo misto patrimoniale-reddituale con stima autonoma dell'avviamento.

Questo metodo, che attua una sorta di mediazione tra i pregi e i difetti dei criteri patrimoniali e reddituali, consente di considerare, nel processo valutativo, tanto la consistenza patrimoniale dell'azienda, quanto le sue prospettive di reddito: la stima è idonea, pertanto, a riflettere gli elementi di obiettività e verificabilità propri dell'analisi patrimoniale (valutazione dell'attivo, ivi compresi i beni e i diritti, al netto dei capitali dei terzi investiti in azienda), senza

tuttavia trascurare le attese reddituali, concettualmente più rappresentative del valore economico dell'azienda.

Il medesimo prevede, in concreto, la determinazione del valore del patrimonio dell'azienda, mediante la verifica della consistenza delle attività investite in azienda, al netto delle passività, a cui si aggiunge l'avviamento che rettifica in aumento (*goodwill*) o in diminuzione (*badwill*) il valore patrimoniale netto rettificato.

L'avviamento rappresenta, in sostanza, la capacità che viene riconosciuta all'azienda di generare redditi futuri, in grado di remunerare il capitale investito in misura maggiore (o minore) rispetto al rendimento offerto da investimenti alternativi.

5. METODO DI STIMA ADOTTATO PER LA DETERMINAZIONE DEL VALORE DI S.I.E.M. S.p.A.

Si espongono di seguito le principali motivazioni alla base della scelta metodologica operata dallo scrivente ai fini della determinazione del valore del capitale economico della società S.I.E.M. S.p.A.

La valutazione di S.I.E.M., in sostanza, serve per determinare il rapporto di concambio nella prospettata operazione di fusione per incorporazione della Società in Tea S.p.A. L'utilizzo delle metodologie di valutazione più appropriate consente di evitare che si possano determinare valori di concambio fondati su elementi eterogenei, che rischiano di creare iniquità tra Comuni soci al momento della fusione societaria. Al riguardo si evidenzia che Tea S.p.A. sostanzia una vera e propria società multiutility, a differenza di S.I.E.M. che, invece, esercita la propria attività, peraltro indirettamente a mezzo della propria collegata Mantova Ambiente S.r.l., solo nell'ambito della gestione dell'igiene ambientale. Appare, quindi, evidente come la raccomandazione all'omogeneità dei criteri di stima delle società partecipanti alla fusione potrà essere applicata limitatamente alle fattispecie comuni, ma perseguitando in ogni caso la raffrontabilità dei dati che vengono paragonati ai fini della determinazione del concambio.

Fatta questa premessa, venendo all'applicazione del metodo di valutazione, come già accennato, nessuna delle metodologie precedentemente esposte può considerarsi in assoluto preferibile rispetto alle altre. Tutti i metodi utilizzati nella prassi professionale possiedono infatti pregi e difetti, e nessuna scelta metodologica può essere esente da critiche.

In generale la scelta del metodo di valutazione deve quindi essere effettuata tenendo in considerazione:

1. le caratteristiche specifiche e la situazione dell'azienda oggetto di valutazione;
2. lo scopo per cui è stata richiesta la valutazione;
3. la qualità ed il grado di dettaglio delle informazioni disponibili.

In quanto alle informazioni disponibili, se la società è dotata di un piano industriale, questo consente la possibilità di optare per un approccio basato sui flussi, siano essi reddituali (metodo reddituale) o finanziari (DCF). Nel caso di S.I.E.M., non sono disponibili dei propri piani industriali e i componenti positivi economici sono storicamente rappresentati esclusivamente dai dividendi percepiti dalla collegata e dai canoni d'uso degli impianti che sono contrattualizzati sino all'anno 2030.

I flussi, ancora, sono tipicamente correlati ad una visione lucrativa della gestione aziendale, la qual cosa mal si concilia con la natura delle società *in house*, che operano in una logica di mantenimento dell'equilibrio e che, ove dimostrassero entrate e ricavi significativi, si vedrebbero inevitabilmente costrette a contenere le tariffe negli anni successivi.

Per la medesima ragione, si escludono i metodi empirici, e segnatamente quello di più semplice e diffusa applicazione, ovvero il metodo dei multipli, anche se è pur vero che riconoscere un adeguato peso al fatturato aziendale è in certa misura necessario, dato il valore che esso rappresenta. I multipli, infatti, hanno una vocazione fortemente di mercato e, dato il contesto, non sembrano rispondenti alle finalità della valutazione economica della Società.

In conclusione, tenendo conto delle informazioni fornite e della finalità della valutazione, nel caso di specie, consapevole della necessità di effettuare una scelta coerente con l'operazione prospettata, la preferenza ricade sul metodo patrimoniale, poiché esso è un metodo razionale e obiettivo e farà riferimento al patrimonio netto contabile, opportunamente rettificato in presenza di non trascurabili e, quindi, di rilevanti plusvalenze o minusvalenze derivanti fra i valori contabili e quelli di mercato. Si consideri, infine, che l'applicazione del metodo in questione, ancorché non esprima la capacità dell'azienda di creare valore, in quanto non coglie l'elemento prospettico temporale, negli enti di piccole dimensioni e in assenza della disponibilità di flussi o che presentino margini di incertezza, la valutazione della consistenza patrimoniale sembra non avere valide alternative.

Pertanto, l'applicazione del metodo patrimoniale semplice appare il metodo preferibile dato il contesto di cui si tratta.

Secondo il metodo patrimoniale semplice, come noto, si misura il patrimonio netto rettificato, frutto della riespressione dei valori di bilancio a valori di mercato.

Vale la pena di ricordare che, nella prassi professionale, normalmente si tende ad utilizzare, nell'ambito di uno stesso processo di stima, un metodo principale ed uno di controllo. In linea di principio, infatti, questo serve a confermare la correttezza del metodo principale. Nel caso di specie, alla luce del fatto che non sembrano adatti gli altri metodi sopra elencati, ovvero, né quelli fondati sui flussi né quelli empirici, a dare una corretta misura del valore della Società, non si procederà all'applicazione di un metodo di controllo, affidandosi, quindi, al solo metodo patrimoniale semplice.

6. LA VALUTAZIONE DI S.I.E.M. S.p.A.

Nella presente sezione si procederà alla ricognizione del valore del capitale netto rettificato della Società sulla base del bilancio dell'esercizio chiuso al 31.12.2024. La formula del metodo patrimoniale semplice è la seguente:

$$W = K$$

dove K è il valore del capitale netto rettificato.

Esso si calcola sommando al capitale netto contabile, quindi al valore del patrimonio netto di bilancio (capitale sociale, riserve e utili), le singole rettifiche operate sui vari *asset* di cui si compone il patrimonio dell'azienda.

Tali rettifiche, che possono essere in aumento o in diminuzione dei valori contabili, si rendono necessarie per esprimere proprio tali valori, che tradizionalmente sono "storici", a prezzi correnti. In sostanza, il metodo patrimoniale necessita di una revisione dei dati contabili già disponibili per rendere questi ultimi "aggiornati" alla data in cui viene effettuata la valutazione in oggetto.

La filosofia di fondo di tale metodo, la cui realizzazione è tutto sommato agevole, se si dispone delle informazioni adeguate, sta nel rendere correnti una serie di valori che, per finalità contabili, sono invece riportati nella dimensione storica e prudente.

Di qui il passaggio dal capitale di funzionamento, quale obiettivo delle regole e dei principi della contabilità generale e del bilancio, al capitale economico quale *output* di ogni formula valutativa.

La fonte informativa fondamentale è dunque il bilancio d'esercizio, nonché la documentazione contabile su cui esso si basa (es. libro dei cespiti, database interni, contratti, inventari, ecc.).

6.1. LE VOCI DELL'ATTIVO

Le voci dell'attivo sono le seguenti:

6.1.1. Le immobilizzazioni immateriali

Le immobilizzazioni immateriali sono costituite da "altre immobilizzazioni" per oneri pluriennali di ammontare residuo di € 3.149,00. La voce viene rettificata per pari importo, azzerandone il valore, ma rilevando la fiscalità anticipata (Ires 24% e Irap 3,9%) di € 879,00.

6.1.2. Le immobilizzazioni materiali

Le immobilizzazioni materiali sono riferite alle seguenti tre voci contabili:

6.1.2.1. Terreni e fabbricati

In questa voce sono ricompresi i terreni e i fabbricati che compongono gli impianti di Castel Goffredo (MN) e di Pieve di Coriano (MN), e un terreno su cui insiste la discarica di Monzambano (MN), che a bilancio sono espressi in complessivi € 5.998.649 al netto dei fondi ammortamento dei fabbricati (naturalmente i terreni non sono stati ammortizzati). Gli immobili sono stati oggetto di rivalutazione in base all'art. 15, comma 16, del D.L. 29/11/2008 n.185.

Il complesso immobiliare posto in Castel Goffredo, adibito ad impianto di recupero delle frazioni riciclabili e/o riutilizzabili presenti in rifiuti solidi ingombranti ed a stoccaggio delle frazioni secche ottenute dalla raccolta differenziata, e il complesso immobiliare posto in Pieve di Coriano, adibito ad impianto di smaltimento di rifiuti solidi urbani mediante trattamento meccanico, nonché area di compostaggio di rifiuti organici e vegetali, sono stati concessi in uso a Mantova Ambiente S.r.l. con atto pubblico del 9/05/2012 e con data di estinzione del diritto d'uso fissata al 31/12/2029.

Con riferimento all'impianto di Pieve di Coriano, la relazione datata 18/06/2025 e predisposta da Tea S.p.A. sui vincoli e sui possibili utilizzi futuri del sito di Pieve, afferma, tra l'altro, che: *"Nelle aree in cui si trovano i due vecchi impianti di trattamento rifiuti non è possibile realizzare nessun altro impianto di trattamento o smaltimento se non di pari tipologia (compostaggio o TMB); gli impianti esistenti sono oggi da considerarsi "tecnologie obsolete e superate". L'impossibilità di realizzare nuove tipologie di impianto (incluse stazioni di interferenza con rifiuto a terra) nasce dal combinato disposto dei seguenti documenti: A. Piano Gestione Rischio Alluvioni (PGRA), 2021 e B. Programma Regionale Gestione Rifiuti (PRGR) – Norme Tecniche di Attuazione, maggio 2022."* La stessa relazione prosegue: *"Possibile impiego futuro: a) Centro operativo per personale e mezzi di servizio di igiene urbana; proseguo raccolta (trasferenza senza rifiuto a terra); già oggi è così impiegato. b) Su tutta l'area di proprietà di SIEM (discarica esclusa) si potrà realizzare un impianto fotovoltaico."*

Sulle aree dell'impianto di Castel Goffredo, Tea ha fatto sapere che *"si può continuare esclusivamente la gestione come centro di raccolta, fermo restando che il sito ha anche potenziali problemi di bonifica in prospettiva."*

Dalle interlocuzioni avute con i vertici aziendali di S.I.E.M. e di Tea non è emersa l'attuale esistenza di un progetto, volto a dare una prospettiva di utilizzo delle aree degli impianti differente da quella attuale, allo scadere del contratto d'uso.

La valutazione dei due complessi immobiliari di Pieve di Coriano e di Castel Goffredo, alla luce delle considerazioni sopra esposte, verrà eseguita sulla base della valorizzazione del contratto d'uso esistente con Mantova ambiente S.r.l. I canoni d'uso residui dovuti a S.I.E.M. dal 2025 al 2030, come stabiliti nell'allegato "D" al n. 70.309 / 26.713 di Rep. Dott. Massimo Bertolucci Notaio in Mantova, denominato "Canoni d'uso degli impianti calcolati ai sensi dell'art. 13 dell'Accordo quadro del 2/07/2008, ammontano complessivamente ad € 2.122.079,00. Tali canoni, al netto dell'effetto fiscale conseguente al beneficio dei maggiori ammortamenti fiscali *post svalutazione*, e attualizzati al 31/12/2024 al tasso di attualizzazione del 6,84%, determinato in relazione al settore di attività della Società e condiviso con il prof. Dott. Mattei, sommano a complessivi **€ 1.231.133,00**, utilizzando il metodo DCF – *Discounted Cash Flow*.

Nel contratto di concessione d'uso a Mantova Ambiente è compreso un terreno edificabile posto in adiacenza dell'impianto di Pieve di Coriano, acquistato da S.I.E.M. con rogito agli atti della dott.ssa Carla Mele, Notaio in San Benedetto Po (MN) Rep. 9112 / Racc. 2385 del 14/05/2008, di complessivi MQ 61.336. Tale terreno, secondo le informazioni ricevute dalla

Società, parrebbe essere area verde, che non è mai stata utilizzata a servizio dell'impianto, e con destinazione urbanistica immutata fin dal suo acquisto. Successivamente allo scadere del contratto di concessione d'uso (2030), potrà essere venduto libero. In considerazione di quanto sopra, il sottoscritto ritiene di poter valutare il terreno in esame in misura pari al suo valore di iscrizione in bilancio (€ 766.700,00) debitamente attualizzato al medesimo tasso sopra indicato e, quindi in **€ 515.492,00**, operando una rettifica in diminuzione di € 251.208.

Quanto al terreno di Monzambano, trattandosi di un'area di pertinenza della discarica in *post* gestione per fine attività e per le considerazioni che sono esplicitate nel paragrafo relativo ai fondi rischi e oneri che accoglie le spese “*post mortem*” delle discariche, non si ritiene di poter attribuire alcun valore.

Pertanto, in considerazione di quanto sopra esposto, si attribuisce ai terreni e fabbricati il valore complessivo di **€ 2.061.813**, rilevando così una rettifica di valore negativa di € 3.936.836,00.

6.1.2.2. Impianti e macchinari

Gli impianti e macchinari iscritti a libro hanno sostanzialmente terminato il processo di ammortamento, residuando l'importo di **€ 180,00** da ammortizzare per lavori di adeguamento all'impianto elettrico. Non si ritiene di operare alcuna rettifica.

6.1.2.3. Immobilizzazioni in corso e acconti

In questa voce è rilevato l'acconto per lavori programmati all'impianto di Pieve di Coriano di € 38.663,00. Stante l'incertezza sulla realizzazione di tali lavori, si ritiene di rettificare la voce per pari importo, azzerandone il valore.

6.1.3. Le immobilizzazioni finanziarie

Le immobilizzazioni finanziarie sono riferite alle seguenti due voci contabili:

6.1.3.1. Partecipazioni in imprese collegate

La partecipazione iscritta nelle imprese collegate al valore di € 2.150.000,00 è quella di Mantova Ambiente S.r.l. La Società detiene il 36% dal 2010, a seguito della fusione per incorporazione della società SIEM Gestione S.r.l. in Mantova Ambiente S.r.l. Gli altri soci di MA sono Tea S.p.A. SB, che detiene una quota del 40,48%, S.I.S.A.M. S.p.A. con una quota del 3,5% e Progetto Mantova S.c.ar.l., “socio privato”, con una quota del 20%. La società, infatti, è a partecipazione mista pubblico-privata e la quota di minoranza del 20% è detenuta a

termine dall'operatore economico, ovvero dalla società di scopo a tal fine costituita, aggiudicatario della procedura di affidamento dei compiti operativi concernenti il servizio di raccolta e trasporto dei rifiuti e del verde pubblico. Lo scioglimento del contratto di affidamento, il cui termine è previsto al 31/12/2026, determina la spettanza del rimborso della partecipazione in proporzione del patrimonio sociale.

Fatta questa premessa, si è reso necessario, in collaborazione con il Prof. Dott. Mattei, determinare la quota del capitale sociale di spettanza dei "soci pubblici". La quota di S.I.E.M. così rideterminata è pari al 45%.

La stima del valore economico del capitale di Mantova Ambiente S.r.l., è stata eseguita coerentemente con la valorizzazione delle altre partecipazioni di Tea S.p.A. SB, con il metodo DCF – *Discounted Cash Flow + TV – Terminal Value* = valore di smobilizzo a fine piano (il riferimento è ovviamente al piano del Gruppo Tea). Il tasso di attualizzazione utilizzato è il WACC - *Weighted Average Cost of Capital* di mercato (6,84%), che rappresenta il costo medio ponderato del capitale che una società sostiene per finanziarsi, mentre la "g rate" è la percentuale di crescita perpetua (2%) che si ipotizza per i flussi di cassa dell'azienda oltre l'orizzonte esplicito del piano. Il valore così stimato del capitale economico di Mantova Ambiente S.r.l. (*EV – Equity Value*) risulta essere pari ad € 15.619.238,00, pari ad € 17.307.496 (*Enterprise Value*) al netto della PFN aggiustata di € 1.688.258,00.

La quota del predetto valore economico di S.I.E.M. in Mantova Ambiente (senza il socio industriale) del 45% è di € 7.028.554,00. Il valore così individuato è stato, infine, rettificato in considerazione dell'applicazione di uno "sconto di minoranza" dell'11% (Dyck-Zingales).

Il valore attribuito alla partecipazione in Mantova Ambiente di S.I.E.M., al netto della fiscalità latente di € 49.241,00 (5% del plusvalore rispetto al valore di libro – applicazione Pex – *Partecipation Exemption, ex art. 87 Tuir – al 24% di Ires*), ammonta ad **€ 6.206.172,00**, operando così una rettifica in aumento rispetto al valore di libro, di € 4.056.172,00.

6.1.3.2. Partecipazioni in altre imprese

La Società detiene il 2,5% del capitale sociale di Mantova Energia S.r.l. che dal 31/10/2020 è in liquidazione. Stante la mancanza di un bilancio recente, si ritiene di rettificare il valore di libro di € 2.000,00 per pari importo, azzerandone il valore.

6.1.4. Crediti

I crediti della Società sono così composti:

6.1.4.1. Crediti verso clienti

I crediti verso clienti ammontano a complessivi € 211.832,00 che, al netto del fondo svalutazione generico di € 30.500,00, sono esposti in bilancio al valore complessivo di € 181.332,00, comprensivi di crediti verso imprese collegate di € 159.330,00.

6.1.4.2. Crediti tributari

Questa voce di bilancio di complessivi € 31.153,00 comprende il credito Iva annuale 2024 di € 22.749,00, che corrisponde al credito dichiarato nel modello Iva 2025, quello per ritenute subite di € 6,00 e un credito per rimborso Iva auto di € 8.398,00 molto risalente nel tempo (2007). Si ritiene di confermare il credito Iva e per ritenute subite di complessivi **€ 22.755,00** e, quindi, di rettificare prudentemente in diminuzione la voce di € 8.398,00.

6.1.4.3. Imposte anticipate

Il credito per imposte anticipate è stato rilevato in complessivi € 1.273.746,00, di cui € 1.045.460 sulle perdite fiscali riportabili di € 4.356.087,00, € 152.629,00 sugli interessi passivi non dedotti *ex art. 96 Tuir* per incipienza di ROL di € 635.952,00, € 69.458,00 sulle quote di ammortamento non dedotte del costo rivalutato degli immobili dal 2009 al 2012 di € 249.583,00 e € 6.199,00 su interessi di mora di registrati nel 2012 per competenza ma non pagati di € 25.830,00.

In base al nuovo art. 172, comma 7, del Tuir, le perdite fiscali delle società che superano il test di vitalità (la Società lo supera) sono riportabili nel limite del patrimonio netto della società che riporta le perdite, da assumere in base al valore economico determinato alla data di efficacia della fusione quale risultante da una relazione giurata di stima redatta da un soggetto designato dalla società. In assenza di tale relazione di stima, il limite quantitativo parrebbe essere stabilito (analogamente alla previgente disciplina) nel patrimonio netto contabile quale risultante dall'ultimo bilancio.

Nel caso specifico, quindi, si rende opportuno prudentemente limitare le perdite potenzialmente riportabili in capo alla società incorporante al valore del patrimonio netto della incorporata, che al 31.12.2024 ammonta ad € 2.183.522,00. Tale rettifica comporta il riconoscimento di un credito per imposta anticipate sulle perdite riportabili di **€ 524.045,00**. Sul punto si ricorda che non è stata eseguita alcuna *due diligence* fiscale che analizzi e verifichi le perdite fiscali nel presente processo di valutazione.

Il credito per imposte anticipate su interessi passivi non dedotti ex art. 96 Tuir per incapienza di ROL, è soggetto al medesimo limite del patrimonio netto e, pertanto, non può essere mantenuto ai fini della presente valutazione. Inoltre, sempre per ragioni di prudenza, si ritiene di dover rettificare il credito per imposte anticipate sulle quote di ammortamento non dedotte del costo rivalutato degli immobili e su interessi di mora non pagati. La rettifica di valore operata sulla voce in esame ammonta a complessivi € 749.701,00.

6.1.5. Disponibilità liquide

I depositi bancari sono confermati in **€ 364.711,00**.

6.1.6. Ratei e risconti

Nella voce sono compresi i risconti attivi sulle assicurazioni di **€ 7.728,00**.

6.2. LE VOCI DEL PASSIVO

Le voci del passivo sono le seguenti:

6.2.1. Fondo TFR

Il fondo TFR rappresenta l'effettivo debito della società al 31.12.2024 verso l'unico dipendente al netto degli anticipi corrisposti ed è pari ad € 9.371,00.

6.2.2. Fondi per rischi e oneri

I fondi per rischi oneri di complessivi € 3.980.083 sono così suddivisi:

Fondi rischi e oneri	Importo €
F.do spese future discariche	3.811.058,00
F.do spese per prove e analisi discariche	110.000,00
F.do spese e oneri TIA	19.025,00
F.do costi e oneri futuri	40.000,00
Totale	3.980.083,00

Le discariche per le quali sono stati accantonati gli importi sopra descritti sono quelle di Magnacavallo, di Pieve di Coriano e di Monzambano. Tutte e tre sono in *post* gestione e, pertanto, la Società ha nel tempo accantonato gli importi per far fronte alle spese "*post mortem*", cioè negli anni successivi alla loro fine attività. Il tecnico responsabile delle discariche, ing. Filippo Mutti, ha periodicamente monitorato gli adempimenti e le spese

necessarie, da ultimo con la propria relazione “Discariche SIEM – Nota sugli aspetti gestionali” del 25/03/2025.

La Società ha incaricato il Prof. Ing. Sergio Cavallari con Studio in Brescia, della valutazione dei costi di gestione delle tre discariche cessate ed attualmente in fase di *post* chiusura. Nella sua relazione del 24/06/2025, alla quale si rimanda per ogni approfondimento e dettaglio, al paragrafo 6 “Valutazione fondi accantonati” si fa presente che degli accantonamenti già eseguiti, “... *circa 800mila euro saranno utilizzati per l'intervento di manutenzione della copertura della discarica di Pieve di Coriano ...*”.

Al paragrafo 7 “Conclusioni” si leggono le valutazioni complessive: “- *le spese previste per la gestione dei prossimi 6 anni (2025-2030) ammontano a circa € 1.052.000 (pari a una media di € 175.333,33 all'anno) per tutte e tre le discariche; - con riferimento all'accantonamento pari a circa 3.121.000 euro si può considerare un'autonomia fino al 2042 (i costi per i 18 anni sarebbero pari a circa € 3.156.000, calcolati in proporzione al numero degli anni rispetto ai valori indicati per il periodo 2025-2030); - Considerando un incremento prudenziale pari al 10% per imprevisti, le spese calcolate per i prossimi 6 anni (2025-2030) aumenterebbero a € 1.157.200 (= € 1.052.000 + 10%), pertanto con riferimento all'accantonamento pari a circa 3,1 milioni di euro si può considerare un'autonomia per i prossimi 16 anni (i costi sarebbero pari a circa € 3.085.867).*

Si ritiene utile fornire indicazione circa i costi per coprire le spese del periodo di post gestione pari a 50 anni di ogni impianto di discarica, ..., da cui emerge che i fondi ad oggi accantonati sono sufficienti per coprire i costi di gestione per la durata di 50 anni per ogni impianto.

Parte degli accantonamenti verrà utilizzata per un intervento di manutenzione della copertura della discarica di Pieve di Coriano, che consentirà di ottenere una sensibile riduzione della produzione e dei conseguenti costi di smaltimento del percolato nel corso degli anni, pertanto sarà necessario incrementare nei prossimi anni i fondi di circa 550mila euro”.

La stima dei costi per coprire un periodo di 50 anni di post gestione delle tre discariche ammonta quindi, secondo il Prof. Ing. Cavallari, ad € 3.666.850, al netto di € 800.000,00 per l'intervento già programmato a Pieve di Coriano. Considerando l'ulteriore accantonamento a fondo già esistente in bilancio di € 59.025,00, non considerato dal valutatore nel suo elaborato, l'importo da accantonare ad incremento del fondo per le spese *post mortem* delle discariche ammonta ad € 486.767,00. Il Fondo per rischi e oneri viene, pertanto, determinato

dal sottoscritto in complessivi **€ 4.350.026,00**, con un accantonamento netto della fiscalità Ires 24% latente di 116.824,00.

6.2.3. Debiti

Relativamente ai debiti della Società risultanti dalla situazione patrimoniale al 31/12/2024, il sottoscritto ritiene che gli stessi non necessitino di alcun riallineamento a valori correnti e, pertanto, sono valutate al proprio valore nominale senza necessità di alcuna rettifica. I debiti sono così composti:

Debiti	Importo €
Debiti verso banche	552.056
Debiti verso fornitori e acconti	121.338
Debiti verso imprese collegate	3.188.697
Debiti tributari	1.759
Debiti verso istituti di previdenza e di sicurezza sociale	846
Debiti verso altri	11.825
Totale	3.876.521

6.2.3.1. Debiti verso banche

Il debito bancario pari ad € 552.056,00 si riferisce esclusivamente ai mutui passivi ed esprime l'effettivo debito per capitale, interessi ed oneri accessori maturati ed esigibili. Nello specifico si tratta di 2 mutui accesi presso la Mps con quota capitale al 31/12/2024 di € 15.292,00 (estinto nel Gennaio 2025) ed € 196.764,00, nonché ad un mutuo acceso presso Banco BPM con quota capitale residua al 31/12/2024 di € 340.000,00.

6.2.3.2. Debiti verso fornitori e acconti

I debiti verso fornitori e acconti sono confermati in complessivi € 121.338,00.

6.2.3.3. Debiti verso imprese collegate

I debiti verso imprese collegate sono anch'essi confermati in complessivi € 3.188.697,00. Tale importo si riferisce principalmente all'anticipazione finanziaria di € 2.866.668,00 ricevuta da T.E.A. Spa e assistita da pegno non possessorio sulle quote detenute da S.I.E.M. S.p.A. in Mantova Ambiente S.r.l., il cui tasso di interesse è pari all'Euribor a 6 mesi maggiorato di 2 punti percentuali e la cui data di scadenza è fissata al 31/12/2025. Tale anticipazione è conseguente alla sentenza della Corte d'Appello di Brescia n. 910/2017 del 06/11/2017 che

ha comminato la confisca del profitto, divenuta definitiva con sentenza della Corte di Cassazione n. 45315/2023.

6.2.3.4. Debiti tributari

I debiti tributari pari ad € 1.759,00 accolgono passività certe per ritenute da lavoro dipendente e da lavoro autonomo.

6.2.3.5. Debiti verso Istituti di previdenza e di sicurezza sociale

I debiti verso Istituti di previdenza e di sicurezza sociale pari ad € 846,00 accolgono le passività per contributi.

6.2.3.6. Debiti verso altri

I debiti verso altri, pari ad € 11.825,00, sono confermati al loro valore nominale.

6.2.4. Ratei e risconti

Nella voce sono contabilizzati i ratei passivi delle spese bancarie e dei costi differiti per dipendenti (debiti) di complessivi € 1.825,00, che si assumono quali valori di stima.

7. IL PATRIMONIO NETTO RETTIFICATO

Per la determinazione del patrimonio netto rettificato, come si è già detto, si è assunta quale base di stima la situazione patrimoniale della Società al 31.12.2024. Da tale situazione risulta un patrimonio netto contabile di € 2.183.522,00, inteso quale somma di capitale sociale, riserve e risultato economico dell'esercizio. Alla situazione patrimoniale netta contabile sono state sommate algebricamente le rettifiche pari ad € -1.435.289,00 che, al netto dell'effetto fiscale latente di € 383.650,00, sommano a complessivi **€ -1.051.639,00**. Le rettifiche hanno la duplice finalità di esprimere le poste attive e passive in termini di valori correnti con riferimento al momento della valutazione. Si ricorda, come anticipato nel paragrafo 5., che non è stato possibile verificare la stima appena illustrata mediante un metodo di controllo e ciò rappresenta una delle principali difficoltà valutative della presente relazione e può costituire un limite del ragionamento valutativo effettuato.

In sintesi, il Patrimonio netto rettificato alla data del 31.12.2024 è pari ad euro 1.131.883,00 come sotto in sintesi rappresentato.

	Valore contabile	Rettifiche inclusa la fiscalità latente	Valore economico
Immobilizzazioni Immateriali	3.149,00	- 2.270,00	879,00
Immobilizzazioni Materiali	6.037.492,00	- 3.975.499,00	2.061.993,00
Immobilizzazioni Finanziarie	2.152.000,00	4.054.172,00	6.206.172,00
Crediti	212.485,00	- 8.398,00	204.087,00
Imposte anticipate	1.273.746,00	- 749.701,00	524.045,00
Disponibilità Liquide	364.722,00	-	364.722,00
Ratei e risconti attivi	7.728,00	-	7.728,00
Fondo Tfr	9.371,00	-	9.371,00
Fondi per rischi e oneri	3.980.083,00	369.943,00	4.350.026,00
Debiti	3.876.521,00	-	3.876.521,00
Ratei e risconti passivi	1.825,00	-	1.825,00
Patrimonio Netto	2.183.522,00	- 1.051.639,00	1.131.883,00

8. CONCLUSIONI

Con riferimento al criterio metodologico illustrato in precedenza e alle ipotesi fatte, si è proceduto alla determinazione del valore corrente teorico del capitale economico (W) di S.I.E.M. S.p.A.

Sulla base della documentazione disponibile e delle considerazioni e scelte effettuate e descritte in dettaglio nei paragrafi precedenti, lo scrivente incaricato stima che il **valore economico di S.I.E.M. S.p.A.**, ai fini della determinazione del rapporto di concambio nell'ambito della ipotizzata operazione di fusione societaria per incorporazione della Società in Tea S.p.A. SB, debitamente arrotondato, sia da considerare pari ad **€ 1.132.000,00**.

Con quanto sopra esposto il sottoscritto ritiene di aver assolto l'incarico affidatogli in ottemperanza alle disposizioni di legge e ai principi della tecnica professionale, e resta a disposizione per ogni chiarimento si renda necessario.

Mantova, li 27 giugno 2025

Dott. Andrea Girelli

A handwritten signature in blue ink, appearing to read "Girelli".