

**CLAUDIO CASELLATO**

*Ragioniere Commercialista – Revisore contabile*

---

**TRIBUNALE CIVILE E PENALE DI FORLI'**  
*Sezione Fallimentare*

**Concordato Preventivo n. 22/2015**

**STIMA DELLA PARTECIPAZIONE  
DETENUTA NELLA SOCIETA' C.C.C.P. SRL**

**Stimatore  
Rag. CLAUDIO CASELLATO**

✓

## Indice

### Capitolo 1 INTRODUZIONE

- |  |         |
|--|---------|
| 1. Qualifiche del professionista, conferimento dell'incarico e attestazione di non incompatibilità | pag. 2  |
| 2. Metodologia utilizzata  | pag. 3  |
| 3. Struttura e contenuto della Relazione   | pag. 10 |

### Capitolo 2 LA SOCIETA', L'ATTIVITA' SVOLTA

- |  |         |
|--|---------|
| 1. Informazioni storiche riguardanti la Società ed i suoi soci | pag. 11 |
| 2. Notizie sull'attività svolta                                | pag. 11 |
| 3. Capitale Sociale  | pag. 12 |
| 4. Organo amministrativo                                       | pag. 12 |

### Capitolo 3 LA VALUTAZIONE DELLA PARTECIPAZIONE

- |  |         |
|--|---------|
| 1. Dati generali e contabili                               | pag. 13 |
| 2. Procedimento di stima                                   | pag. 13 |
| 3. Determinazione del valore di stima della partecipazione | pag. 24 |

### Capitolo 4 CRITICITA', CONCLUSIONI

- |                          |         |
|--------------------------|---------|
| 1. Elementi di criticità | pag. 26 |
| 2. Conclusioni           | pag. 26 |

## Capitolo 1 INTRODUZIONE

SOMMARIO: 1. Qualifiche del professionista, conferimento dell'incarico e attestazione di non incompatibilità – 2. Metodologia utilizzata – 3. Struttura e contenuto della Relazione

### 1. Qualifiche del professionista, conferimento dell'incarico e attestazione di non incompatibilità

Il sottoscritto rag. Claudio Casellato: [REDACTED]

- iscritto all'Albo dei Dottori Commercialisti ed Esperti Contabili della circoscrizione del Tribunale Civile e Penale di [REDACTED]
- iscritto all'albo dei revisori contabili istituito ai sensi del D.Lgs. 27.01.1992 n. 88, [REDACTED]

è stato nominato dal Giudice Dott. Alberto Pazzi, delegato alla Procedura di Concordato Preventivo n. 22/2015 aperta nei confronti della Società CEIF Società Cooperativa (d'ora in avanti per brevità e convenzionalmente denominata CEIF) nell'ambito della proposta per l'ammissione alla procedura di Concordato preventivo formulata dalla stessa Società, per la stima delle partecipazioni detenute (All. 1).

Ed in particolare attesta:

- a) che non sussistono in relazione alla sua persona condizioni di incompatibilità per l'espletamento dell'incarico;
- b) che non si trova in situazioni di conflitto di interesse;
- c) che non ha mai ricevuto né sta attualmente espletando alcun incarico professionale per conto della società interessata alla proposta di concordato, né di società ad essa collegate, né di persone fisiche cui tali società fanno riferimento.

## 2. Metodologia utilizzata

La scelta del metodo di valutazione è una fase cruciale della redazione della valutazione d'azienda per cui l'esperto dovrà condurre un'analisi rigorosa al fine di determinare il metodo da utilizzare.

Occorre prima di tutto tenere presente i tre requisiti fondamentali che un metodo di valutazione deve possedere secondo la dottrina:

1. **Razionalità:** significa che il metodo scelto deve essere dotato di una rilevante consistenza teorica;
2. **Obiettività:** significa che il metodo adottato deve essere concretamente applicabile e riscontrabile;
3. **Neutralità:** significa che il metodo utilizzato deve prescindere dagli interessi delle parti interessate alla valutazione

Nessuna metodologia di stima di per sé è in grado di assicurare tutti i requisiti sopra menzionati; conseguentemente non esiste una metodologia migliore delle altre a prescindere dal caso obiettivo. E' necessaria dunque un'analisi dei fini a cui la valutazione è rivolta, della situazione oggetto di stima, delle informazioni disponibili o acquisibili. In base a tutte queste considerazioni è possibile individuare le metodologie che maggiormente soddisfano i requisiti di cui sopra.

Il perito, inoltre, deve fare attenzione nella scelta del metodo ad un eccessivo richiamo al principio di prudenza che potrebbe indurre il valutatore a non considerare le attese relative al futuro. Infatti, il principio della prudenza favorisce solo una delle due parti interessate ad una valutazione d'azienda, mentre il metodo deve essere neutrale. Il principio a cui il perito deve fare riferimento è quello della non aggressività della stima, che, inoltre, deve anche essere equa nei confronti di tutte le parti, oltrechè razionale.

Occorre premettere che le valutazioni aziendali possono essere effettuate sia in un'ottica *equity-side* che *asset-side*. Ciò sta a significare, nel primo caso, che attraverso la stima si giungerà direttamente al valore economico del patrimonio netto aziendale; nel secondo caso la stima comporterà la determinazione del valore economico del totale delle attività dell'azienda dal quale dovrà essere detratto l'indebitamento finanziario dell'azienda al momento della valutazione.

Nel presente paragrafo sono sinteticamente presentati i principali approcci di valutazione utilizzati dalla dottrina e dalla prassi corrente.

I criteri di valutazione si distinguono in *diretti* e *indiretti*: i primi sono anche conosciuti come metodi empirici in quanto si tratta di determinare il valore economico in base a prezzi di mercato; i secondi sono fondati su stime e grandezze stock, flusso o misti.

#### **A. Metodi diretti**

I metodi diretti possono essere ulteriormente suddivisi in due categorie:

A.1. Metodo dei *multipli di borsa*; determina il valore del capitale aziendale sulla base dei prezzi negoziati in mercati organizzati per titoli rappresentativi di quote del capitale di imprese comparabili. Esso richiede lo sviluppo di indicatori di valore (multipli), ottenuti rapportando il prezzo effettivo del capitale delle imprese scelte a riferimento al valore di alcune quantità aziendali, e si fonda sull'ipotesi di applicabilità di tali rapporti anche all'impresa oggetto di valutazione, anche se non quotata;

A.2. Metodo delle *transazioni comparabili*; si fonda sullo stesso criterio del metodo dei multipli di borsa, differenziandosene quanto alla natura dei prezzi, espressivi dei valori negoziati, utilizzati per la costruzione dei multipli. Nel metodo delle transazioni comparabili, i prezzi a cui ci si riferisce sono quelli rilevati nell'ambito di negoziazioni private per quote di controllo del capitale azionario di imprese comparabili.

## **B. Metodi indiretti**

Al contrario dei metodi diretti, le metodologie indirette si basano su stime e grandezze.

Come accennato si possono avere grandezze stock, grandezze flusso o miste:

*B.1 I metodi fondati su grandezze stock sono tipicamente i metodi patrimoniali (semplici o complessi)*

I metodi patrimoniali esprimono il valore dell'azienda in funzione del valore del suo patrimonio, quantificandone il valore come valore di ricostituzione del patrimonio nella prospettiva di funzionamento aziendale.

Il valore coincide con l'investimento netto che sarebbe strettamente necessario per avviare una nuova impresa con una struttura patrimoniale identica a quella oggetto di valutazione.

Il metodo patrimoniale considera il patrimonio netto ed i vari elementi patrimoniali ad un valore opportunamente rettificato rispetto ai criteri contabili di valutazione utilizzati nella predisposizione del bilancio di esercizio.

La valutazione, od il processo di stima, operata con il metodo patrimoniale potrebbe essere quindi definita:

- *ANALITICA*, quando riferita ad ogni singolo elemento del patrimonio aziendale;
- *A VALORI CORRENTI*, quando fa riferimento a "valori" di mercato in essere alla data della valutazione;
- *DI SOSTITUZIONE*, quando l'ipotesi assunta è quella del riacquisto o della riproduzione per gli elementi attivi e della rinegoziazione per quelli passivi.

La valutazione dell'azienda con il metodo patrimoniale è meno soggettiva di quella

ottenuta con altri metodi: minori sono le ipotesi da assumere e le competenze soggettive per la valutazione; inoltre non si deve procedere alla valutazione dei flussi di reddito o di cassa con la conseguenza che si riduce l'incertezza sul risultato del processo di valutazione.

Tale metodologia è indicata nei casi in cui è richiesto di stimare aziende fortemente patrimonializzate, ovvero quelle imprese che presentano un elevato ammontare di attività immobilizzate (es. holding pure, società immobiliari.....)

Sebbene il metodo patrimoniale possa distinguersi rispetto ad altre metodologie valutative per l'assoluta oggettività e analiticità; due sono gli evidenti limiti che in esso si palesano:

1. Il valore dell'azienda è determinato sulla base del saldo algebrico tra attività e passività e quindi su dati storici (rivalutati), ponendo in secondo piano la capacità dell'azienda di generare nel futuro reddito o flussi di cassa;
2. Si attribuisce un valore corrente ad ogni voce di bilancio, sia essa attiva o passiva, prescindendo dalla sua appartenenza al complesso aziendale unitariamente inteso e in funzionamento.

*B.2 Sono invece fondati su grandezze flusso sia i metodi reddituali che i metodi finanziari*

Nell'approccio basato sui flussi di risultato l'azienda viene valorizzata per i risultati economici che essa è in grado di generare, sulla loro distribuzione temporale e sul grado di rischio connesso alla loro realizzazione. L'approccio basato sui flussi di risultato viene di solito applicato mediante le due seguenti metodologie:

*Metodi reddituali;* determinano il valore dell'azienda sulla base della capacità

della stessa di generare reddito.

L'obiettivo del metodo è valutare l'azienda come complesso unitario sulla base della stretta correlazione tra la redditività ed il valore del complesso aziendale.

Il valore dell'azienda viene determinato di fatto mediante l'attualizzazione dei risultati economici attesi; nella prassi è possibile riscontrate due macro formulazioni di tale metodologia:

1. Il metodo reddituale semplice, che si basa sulla stima di un flusso di redditi costanti, ovvero su un reddito "medio", "normale", e "prospettico" (*ndr per aziende con vita futura limitata o illimitata*);
2. Il metodo reddituale complesso, che costituisce un'evoluzione del precedente, che di fatto attualizza i flussi di reddito previsti anno per anno fino al termine dell'orizzonte temporale del periodo esplicito di previsione e poi stima un Valore Finale (applicazione pressoché limitata alle aziende che elaborano piani e programmi di gestione di durata non superiori a 5 anni).

I beni accessori, cioè gli investimenti non inerenti la gestione caratteristica, sono di regola, come per il metodo patrimoniale, valutati a parte poiché un risultato economico non "depurato" dai valori (flussi) extraoperativi potrebbe inficiare l'attendibilità del risultato della valutazione stessa.

Come in precedenza esposto il reddito dovrà essere in primo luogo "normalizzato", cioè depurato dalle componenti reddituali straordinarie, al netto degli oneri finanziari e delle imposte (approccio Equity Side-Levered).

L'obiettivo del processo di normalizzazione consiste nell'individuare la reale e stabile capacità reddituale dell'azienda, eliminando elementi di casualità, non ripetibilità e non

pertinenza; per poi stimare il tasso di attualizzazione che, in sostanza, esprime il rapporto tra reddito e capitale che viene reputato conveniente per l'investimento nell'impresa.

La scelta del tasso è un elemento soggettivo di valutazione che può creare effetti distorsivi notevoli sul risultato della valutazione stessa e dovrà inoltre comprendere, in aggiunta al rendimento delle attività prive di rischio, un premio cd "spread" per l'investimento in attività d'impresa, che rifletta un rischio generale "di mercato" e un rischio di settore/impresa.

La metodologia maggiormente utilizzata per la determinazione del rendimento del capitale di rischio è quella nota come *Capital Asset Pricing Model (CAPM)*, in formula  $kE = rf + \beta * [RM - rf]$ .

dove:

$kE$  = tasso di rendimento atteso del capitale di rischio = costo dell'equity

$rf$  = tasso di rendimento atteso di un'attività priva di rischio

$\beta$  = parametro espressivo del rischio della società da valutare

$RM$  = rendimento medio espresso dal mercato azionario

Il coefficiente beta ( $\beta$ ) è inteso come misura del rapporto tra il grado di variabilità del rendimento di un'azione rispetto alle variazioni del mercato azionario nel suo complesso; di fatto ( $\beta$ ) è un parametro specifico di ogni singola azione indicando la relazione strutturale tra il rendimento del titolo con quello generale di mercato nello stesso periodo.

*Metodi finanziari;* ravvisano nella capacità di creare flussi di cassa il driver fondamentale al fine della determinazione del valore dell'azienda. In particolare, la sommatoria dei flussi di cassa che essa sarà in grado di generare, opportunamente

attualizzati per il tasso di rendimento del capitale di rischio, ovvero il costo medio ponderato del capitale (WACC), permettono di determinare il valore complessivo dell'azienda.

*B.3 Tra i metodi misti, che costituiscono una "mediazione" tra criteri basati sui flussi e criteri patrimoniali, si annoverano la metodologia del valor medio, della stima autonoma dell'avviamento e l'E.V.A.*

*Metodo del valore medio; assegna pari importanza nella valutazione della realtà societaria alla composizione quantitativa e qualitativa del patrimonio e alla sua redditività futura. Ne deriva che il valore societario è pari alla media (aritmetica e ponderata) del patrimonio netto rettificato e della redditività futura;*

*Metodo della stima autonoma dell'avviamento; il metodo in questione si fonda sul presupposto che il reddito prospettico comprenda una quota di sovrareddito (o sottoreddito).*

La valutazione dell'impianto è stata effettuata sulla base delle informazioni ricevute e sulla base dei parametri comunemente usati per questo tipo di impianto.

La metodologia di valutazione ritenuta più congrua per tale tipologia di bene è quella del Discounted cash flow, in cui si attualizzano i flussi di cassa disponibili dopo il pagamento dei debiti finanziari, attualizzati ad un tasso di attualizzazione pari al rendimento minimo ritenuto oggi accettabile da un investitore per investimenti imprenditoriali in questo settore.

I flussi, ipotizzati sulla base di una stima dei kwh prodotti fornita dall'azienda stessa, presuppongono la continuità di produzione dell'impianto, l'assenza quindi di cause che possano eccezionalmente ridurre la producibilità, ed una manutenzione programmata come da pratica generalmente applicata nel settore.

### 3. Struttura e contenuto della Relazione

---

Allo scopo di esprimere, in qualità di perito esperto, il proprio giudizio professionale in merito al valore attribuibile alla partecipazione societaria di pertinenza della Società ricorrente, la presente Relazione sarà articolata come segue:

#### **A) Notizie storiche sulla Società**

Verranno riportate le principali informazioni riguardanti la Società, i suoi soci, la sua attività.

#### **B) Analisi della documentazione esaminata**

Illustrazione sintetica della documentazione esaminata ed utilizzata ai fini della redazione del presente elaborato.

#### **C) Determinazione del valore della partecipazione**

Illustrazione del procedimento di stima e della determinazione del valore della partecipazione detenuta.

#### **D) Conclusioni.**

In questa Parte verrà svolta l'esposizione analitica dei principali aspetti di criticità metodologica che la relazione presenta in funzione della situazione rinvenuta alla data della nomina.

## Capitolo 2

### LA SOCIETA', L'ATTIVITA' SVOLTA

SOMMARIO: 1. Informazioni storiche riguardanti la Società ed i suoi soci – 2. Notizie sull'attività svolta – 3. Capitale Sociale – 4. Organo amministrativo.

#### 1. Informazioni storiche riguardanti la Società ed i suoi soci

Tutte le informazioni utilizzate per la redazione della presente relazione sono state fornite dall'organo amministrativo della società; in ragione dell'esiguo tempo a disposizione lo scrivente non ha potuto condurre alcuna verifica circa l'attendibilità e la veridicità dei dati contabili e, conseguentemente, non può assumersi alcuna responsabilità in merito.

#### 2. Notizie sull'attività svolta

La società C.C.C.P. SRL (codice fiscale 02992881207) con sede in Bologna Via Della Cooperazione n. 16 è stata costituita il 08/01/2010 al fine di realizzare e gestire un impianto fotovoltaico, costruito nel Comune di Cavallino (Lecce), da circa 1 Mwp.

L'opportunità fu valutata positivamente dalla Società in quanto relativa ad un segmento di mercato (produzione di energia da fonti rinnovabili) ritenuto di interesse strategico al fine di diversificare il portafoglio ed il core-business aziendale.

All'epoca la società ENERGITA S.r.l. risultava essere titolare di tutti i diritti relativi al progetto riguardante la costruzione, l'esercizio e la gestione dell'impianto fotovoltaico da realizzarsi nel Comune di Cavallino (Le) avente, come detto, una potenza nominale di circa un (1) MWp, ivi compresa la titolarità del Progetto Definitivo dell'Impianto e degli atti autorizzativi e contrattuali; CIAB e CEIF, analizzata tutta la documentazione relativa all'Impianto, si dichiararono interessate a partecipare al Progetto congiuntamente,

mediante la costituzione di una società di capitali ("SPV") creata allo scopo.

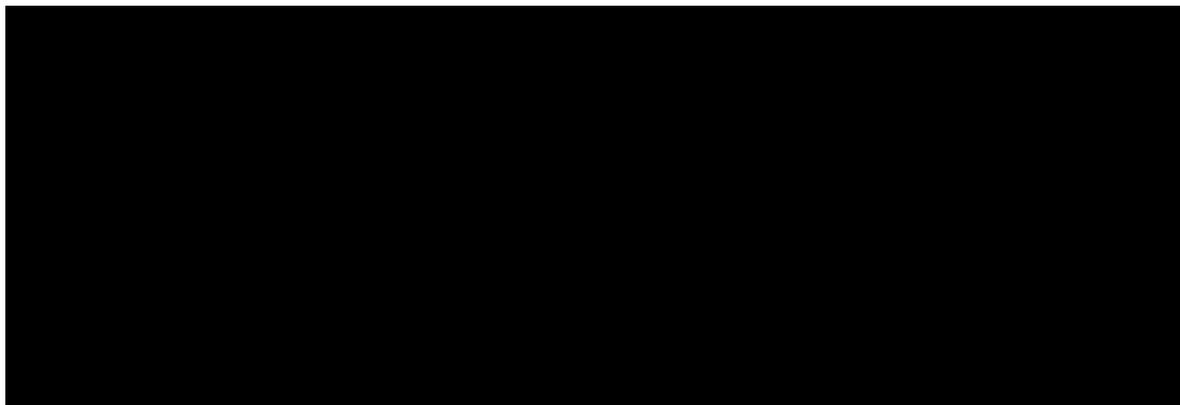
### 3. Capitale Sociale

Il capitale sociale pari ad Euro 100.000,00, risulta interamente versato e sottoscritto dai soci nelle seguenti proporzioni:

- **CEIF Soc. Coop** quote di nominali Euro 40.000,00 pari al 40% del capitale sociale;
- **CIAB Soc. Coop.** quote di nominali Euro 40.000,00 pari al 40% del capitale sociale;
- **ENERGITA SRL:** quote di nominali Euro 20.000 pari al 20% del capitale sociale.

### 4. Organo amministrativo

Attualmente la società C.C.C.P. SRL risulta amministrata dal un Consiglio di Amministrazione formato da:



## Capitolo 3

### LA VALUTAZIONE DELLA PARTECIPAZIONE

SOMMARIO: 1. Dati generali e contabili – 2. Procedimento di stima – 3. Determinazione del valore di stima della partecipazione.

#### 1. Dati generali e contabili

Come detto, la presente relazione si fonda sui documenti contabili prodotti e consegnati dall'organo amministrativo della società, di seguito specificati:

- Bilancio, corredato di nota integrativa anni 2012 -2013 -2014 (All. 2);
- Contratto di mutuo 02/08/2011 (All. 3);
- Dichiarazione esercizio di opzione di cui all'art. 26, comma 3, D.L. 24/06/2014 n°91 convertito con legge del 11/08/2014 n°116 (All. 4).
- Contratto di interest rate swape n°31577077 del 09/07/2012 (All. 5).

#### 2. Procedimento di stima

Ciò premesso, si è dunque proceduto a valutare la società dopo aver constatato che la produzione in Kwh stimata dall'azienda nei diversi anni diminuisce dello 0,75% annuo; si tratta di una riduzione di resa generalmente applicata per impianti della stessa tipologia.

Tab. 1 Produzione stimata 2011-2031

data	Produzione (kwh)	Produzione Stimata
2011	604.192	
2012	1.365.456	1.296.940
2013	1.343.296	1.287.213
2014	1.302.736	1.277.559
2015	1.258.027	1.267.977
2016		1.258.467
2017		1.249.029
2018		1.239.661
2019		1.230.364
2020		1.221.136
2021		1.211.977
2022		1.202.888
2023		1.193.866
2024		1.184.912
2025		1.176.025
2026		1.167.205
2027		1.158.451
2028		1.149.762
2029		1.141.139
2030		1.132.581
2031		1.124.086

Il perito non ha avuto informazioni in merito all'attuale tariffa GSE e la ha stimata sulla base delle informazioni ricevute. Quale tariffa di partenza si è considerata quella

ipotizzata nel Piano e pari a €/Kwh 0,276.

Ciò premesso, pare opportuno rammentare in questa sede che la società, in data 28 novembre 2014, ha optato per la rimodulazione degli incentivi previsti dalla lettera b) del comma 3 dell'articolo 26 della legge.

In relazione a ciò a decorrere dal 2015, fermo restando il periodo di riconoscimento ventennale, la tariffa incentivante sarà invero incassata dalla società in funzione dell'opzione esercitata che prevede di fatto dapprima una riduzione dell'incentivo per il periodo 2016 - 2022 e poi successivamente un progressivo incremento per il periodo 2023 - 2031.

*Tab. 2 Rimodulazione tariffa incentivante opzione b) D.L. 91/2014 – periodo 2016 -2022*

Opzione B) D.L. 91/2014	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Riduzione tariffa	85,93%	85,93%	85,93%	85,93%	85,95%	93,97%	97,99%

*Tab. 3 Rimodulazione tariffa incentivante opzione b) D.L. 91/2014 – periodo 2023 -2031*

Opzione B) D.L. 91/2014	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
Riduzione tariffa	102,01%	106,03%	110,05%	114,07%	114,07%	114,07%	114,07%	114,07%	100,00%

Relativamente ai ricavi derivanti dalla vendita di energia si è assunto, quale valore di riferimento, il prezzo minimo garantito dal GSE vigente per l'anno 2015; nel caso di specie il prezzo riconosciuto ammonta a 39,00 Euro/Mwh.

Al fine di stimare la redditività dell'impianto fotovoltaico e dunque della società in oggetto lo scrivente perito ha stimato:

- gli oneri correlati alle manutenzioni ordinarie, che come da prassi ormai consolidata, sono quantificabili in 25,00 Euro/Kwp;
- gli oneri relativi alle manutenzione straordinarie, ipotizzate ogni 7/10 anni per un

valore pari al 2% del costo dell'impianto;

- gli oneri assicurativi (business interruption e danni diretti) stimati in 8,00 Euro/Kwp;
- i costi relativi al diritto di superficie su cui è stato costruito l'impianto apri a complessivi Euro 210.000,00;
- l'IMU pari ad Euro 25.621 come da bilancio e stimata costante per le annualità a seguire;
- altri oneri diversi di gestione stimati in Euro 25.000, dato desunto dall'analisi storica;
- ammortamenti pari al 5% del costo storico dell'impianto, in virtù della durata complessiva dell'investimento (ndr 20 anni);
- oneri finanziari calcolati ad un tasso pari al 6,29% sul debito residuo;
- IRES e IRAP sono calcolati sulla base delle aliquote vigenti;
- incremento del 2% per effetto dell'inflazione stimata.

Alla luce di quanto sopra esposto si è dunque proceduto a stimare la redditività aziendale per il periodo 2016-2031.

*Tab. 4 Conto economico 2016-2020*

Conto Economico	2016	2017	2018	2019	2020
Produzione (Kwh)	1.258.467	1.249.029	1.239.661	1.230.364	1.221.136
Riduzione annua		-0,75%	-0,75%	-0,75%	-0,75%
Tariffa GSE	0,30	0,30	0,30	0,30	0,30
<b>Ricavi da GSE</b>	<b>€ 374.165</b>	<b>€ 371.359</b>	<b>€ 368.573</b>	<b>€ 365.809</b>	<b>€ 363.150</b>
Inflazione	1,02	1,04	1,06	1,08	1,10
Elettricità Ceduta in Rete (Kwh)	€ 1.208.129	€ 1.199.068	€ 1.190.075	€ 1.181.149	€ 1.172.290
<b>Ricavi da Elettricità Ceduta €/Kwh</b>	<b>€ 48.059</b>	<b>€ 48.634</b>	<b>€ 49.198</b>	<b>€ 49.750</b>	<b>€ 50.291</b>
<b>Ricavi totali</b>	<b>€ 422.224</b>	<b>€ 419.993</b>	<b>€ 417.771</b>	<b>€ 415.559</b>	<b>€ 413.441</b>
Manutenzione ordinaria	-€ 25.000	-€ 25.500	-€ 26.010	-€ 26.530	-€ 27.061
Manutenzioni straordinarie		-€ 57.008			
Assicurazioni	-€ 8.000	-€ 8.160	-€ 8.323	-€ 8.490	-€ 8.659
Canone diritto di superficie	-€ 10.500	-€ 10.500	-€ 10.500	-€ 10.500	-€ 10.500
IMU	-€ 25.621	###	-€ 25.621	-€ 25.621	-€ 25.621
Altri oneri	-€ 25.000	-€ 25.000	-€ 25.000	-€ 25.000	-€ 25.000
<b>EBITDA</b>	<b>€ 328.103</b>	<b>€ 268.204</b>	<b>€ 322.317</b>	<b>€ 319.418</b>	<b>€ 316.600</b>
Ammortamenti	-€ 142.519	###	-€ 142.519	-€ 142.519	-€ 142.519
<b>EBIT</b>	<b>€ 185.584</b>	<b>€ 125.685</b>	<b>€ 179.797</b>	<b>€ 176.899</b>	<b>€ 174.081</b>
Interessi	-€ 92.133	-€ 83.144	-€ 74.156	-€ 65.167	-€ 56.178
<b>EBT</b>	<b>€ 93.451</b>	<b>€ 42.540</b>	<b>€ 105.642</b>	<b>€ 111.732</b>	<b>€ 117.902</b>
IRES+IRAP	-€ 47.389	-€ 30.501	-€ 50.462	-€ 51.997	-€ 53.558
<b>Utile</b>	<b>€ 46.062</b>	<b>€ 12.039</b>	<b>€ 55.179</b>	<b>€ 59.734</b>	<b>€ 64.344</b>

Tab.5 Conto economico 2021-2025

Conto Economico	2021	2022	2023	2024	2025
Produzione (Kwh)	1.211.977	1.202.888	1.193.866	1.184.912	1.176.025
Riduzione annua	-0,75%	-0,75%	-0,75%	-0,75%	-0,75%
Tariffa GSE	0,33	0,34	0,35	0,37	0,38
<b>Ricavi da GSE</b>	<b>€ 394.058</b>	<b>€ 407.833</b>	<b>€ 421.380</b>	<b>€ 434.701</b>	<b>€ 447.799</b>
Inflazione	1,12	1,14	1,16	1,18	1,20
Elettricità Ceduta in Rete (Kwh)	€ 1.163.498	€ 1.154.772	€ 1.146.111	€ 1.137.515	€ 1.128.984
<b>Ricavi da Elettricità Ceduta €/Kwh</b>	<b>€ 50.822</b>	<b>€ 51.341</b>	<b>€ 51.850</b>	<b>€ 52.348</b>	<b>€ 52.836</b>
<b>Ricavi totali</b>	<b>€ 444.879</b>	<b>€ 459.175</b>	<b>€ 473.230</b>	<b>€ 487.050</b>	<b>€ 500.635</b>
Manutenzione ordinaria	-€ 27.602	-€ 28.154	-€ 28.717	-€ 29.291	-€ 29.877
Manutenzioni straordinarie					
Assicurazioni	-€ 8.833	-€ 9.009	-€ 9.189	-€ 9.373	-€ 9.561
Canone diritto di superficie	-€ 10.500	-€ 10.500	-€ 10.500	-€ 10.500	-€ 10.500
IMU	-€ 25.621	-€ 25.621	-€ 25.621	-€ 25.621	-€ 25.621
Altri oneri	-€ 25.000	-€ 25.000	-€ 25.000	-€ 25.000	-€ 25.000
<b>EBITDA</b>	<b>€ 347.324</b>	<b>€ 360.890</b>	<b>€ 374.203</b>	<b>€ 387.264</b>	<b>€ 400.076</b>
Ammortamenti	-€ 142.519	-€ 142.519	-€ 142.519	-€ 142.519	-€ 142.519
<b>EBIT</b>	<b>€ 204.804</b>	<b>€ 218.371</b>	<b>€ 231.684</b>	<b>€ 244.745</b>	<b>€ 257.557</b>
Interessi	-€ 47.190	-€ 38.201	-€ 29.213	-€ 20.224	-€ 11.236
<b>EBT</b>	<b>€ 157.614</b>	<b>€ 180.170</b>	<b>€ 202.471</b>	<b>€ 224.520</b>	<b>€ 246.321</b>
IRES+IRAP	-€ 65.960	-€ 72.817	-€ 79.591	-€ 86.285	-€ 92.897
<b>Utile</b>	<b>€ 91.654</b>	<b>€ 107.353</b>	<b>€ 122.879</b>	<b>€ 138.236</b>	<b>€ 153.424</b>

Tab. 6 Conto economico 2026-2030

Conto Economico	2026	2027	2028	2029	2030
Produzione (Kwh)	1.167.205	1.158.451	1.149.762	1.141.139	1.132.581
Riduzione annua	-0,75%	-0,75%	-0,75%	-0,75%	-0,75%
Tariffa GSE	0,39	0,39	0,39	0,39	0,39
<b>Ricavi da GSE</b>	<b>€ 460.675</b>	<b>€ 457.220</b>	<b>€ 453.791</b>	<b>€ 450.387</b>	<b>€ 447.009</b>
Inflazione	1,22	1,24	1,26	1,28	1,30
Elettricità Ceduta in Rete (Kwh)	€ 1.120.517	€ 1.112.113	€ 1.103.772	1.095.494	1.087.277
<b>Ricavi da Elettricità Ceduta €/Kwh</b>	<b>€ 53.314</b>	<b>€ 53.782</b>	<b>€ 54.239</b>	<b>54.687</b>	<b>55.125</b>
<b>Ricavi totali</b>	<b>€ 513.989</b>	<b>€ 511.002</b>	<b>€ 508.030</b>	<b>€ 505.074</b>	<b>€ 502.134</b>
Manutenzione ordinaria	-€ 30.475	€ 31.084	-€ 31.706	-€ 32.340	-€ 32.987
Manutenzioni straordinarie		€ 57.008			
Assicurazioni	-€ 9.752	-€ 9.947	-€ 10.146	-€ 10.349	-€ 10.556
Canone diritto di superficie	-€ 10.500	-€ 10.500	-€ 10.500	-€ 10.500	-€ 10.500
IMU	-€ 25.621	-€ 25.621	€ 25.621	###	-€ 25.621
Altri oneri	-€ 25.000	-€ 25.000	-€ 25.000	-€ 25.000	-€ 25.000
<b>EBITDA</b>	<b>€ 412.641</b>	<b>€ 351.842</b>	<b>€ 405.057</b>	<b>€ 401.264</b>	<b>€ 397.471</b>
Ammortamenti	-€ 142.519	-€ 142.519	-€ 142.519	###	-€ 142.519
<b>EBIT</b>	<b>€ 270.122</b>	<b>€ 209.322</b>	<b>€ 262.538</b>	<b>€ 258.745</b>	<b>€ 254.951</b>
Interessi	-€ 2.247				
<b>EBT</b>	<b>€ 267.875</b>	<b>€ 209.322</b>	<b>€ 262.538</b>	<b>€ 258.745</b>	<b>€ 254.951</b>
IRES+IRAP	-€ 99.430	-€ 80.398	-€ 97.597	-€ 96.371	-€ 95.145
<b>Utile</b>	<b>€ 168.445</b>	<b>€ 128.925</b>	<b>€ 164.941</b>	<b>€ 162.374</b>	<b>€ 159.806</b>

Tab. 7 Conto economico 2031

<b>Conto Economico</b>		<b>2031</b>
Produzione (Kwh)		1.124.086
Riduzione annua		-0,75%
<i>Tariffa GSE</i>		0,35
<b>Ricavi da GSE</b>	<b>€</b>	<b>388.934</b>
Inflazione		1,32
Elettricità Ceduta in Rete (Kwh)		1.079.123
<b>Ricavi da Elettricità Ceduta €/ Kwh</b>		<b>55.553</b>
<b>Ricavi totali</b>	<b>€</b>	<b>444.487</b>
Manutenzione ordinaria	-€	33.647
Manutenzioni straordinarie		
Assicurazioni	-€	10.767
Canone diritto di superficie	-€	10.500
IMU	-€	25.621
Altri oneri	-€	25.000
<b>EBITDA</b>	<b>€</b>	<b>338.952</b>
Ammortamenti	-€	142.519
<b>EBIT</b>	<b>€</b>	<b>196.433</b>
Interessi		
<b>EBT</b>	<b>€</b>	<b>196.433</b>
IRES+IRAP	-€	76.232
<b>Utile</b>	<b>€</b>	<b>120.201</b>

Dall'utile dell'esercizio è stato possibile addivenire alla determinazione dei flussi di cassa

operativo netto (ndr FCFO) del periodo 2016-2031 dunque del valore dell'impianto.

Tab. 8 Flussi di cassa periodo 2016-2020

Cash Flow Statment	2016	2017	2018	2019	2020
Risultato netto	€ 46.062	€ 12.039	€ 55.179	€ 59.734	€ 64.344
Ammortamenti	€ 142.519	###	€ 142.519	€ 142.519	€ 142.519
<b>Cash Flow operativo</b>	<b>€ 188.581</b>	<b>€ 154.558</b>	<b>€ 197.698</b>	<b>€ 202.253</b>	<b>€ 206.863</b>
Quota capitale mutuo	-€ 204.286	###	-€ 204.286	-€ 204.286	-€ 204.286
<b>Free cash Flow</b>	<b>-€ 15.705</b>	<b>€ 49.728</b>	<b>€ 6.507</b>	<b>€ 7.037</b>	<b>€ 7.577</b>
FCF progressivo	-€ 15.705	-€ 65.432	-€ 72.019	-€ 74.052	-€ 71.475

Tab. 9 Flussi di cassa periodo 2021-2025

Cash Flow Statment	2021	2022	2023	2024	2025
Risultato netto	€ 91.654	€ 107.353	€ 122.879	€ 138.236	€ 153.424
Ammortamenti	€ 142.519	€ 142.519	€ 142.519	€ 142.519	€ 142.519
<b>Cash Flow operativo</b>	<b>€ 234.174</b>	<b>€ 249.872</b>	<b>€ 265.398</b>	<b>€ 280.755</b>	<b>€ 295.943</b>
Quota capitale mutuo	-€ 204.286	-€ 204.286	-€ 204.286	-€ 204.286	-€ 204.286
<b>Free cash Flow</b>	<b>€ 29.888</b>	<b>€ 45.586</b>	<b>€ 61.112</b>	<b>€ 76.469</b>	<b>€ 91.657</b>
FCF progressivo	-€ 41.587	€ 3.999	€ 65.112	€ 141.581	€ 233.238

Tab. 10 Flussi di cassa periodo 2026-2030

Cash Flow Statment	2026	2027	2028	2029	2030
Risultato netto	€ 168.445	€ 128.925	€ 164.941	€ 162.374	€ 159.806
Ammortamenti	€ 142.519	€ 142.519	€ 142.519	###	€ 142.519
<b>Cash Flow operativo</b>	<b>€ 310.964</b>	<b>€ 271.444</b>	<b>€ 307.460</b>	<b>€ 304.893</b>	<b>€ 302.326</b>
Quota capitale mutuo	-€ 102.143	€ -	€ -	###	
<b>Free cash Flow</b>	<b>€ 208.821</b>	<b>€ 271.444</b>	<b>€ 307.460</b>	<b>€ 304.893</b>	<b>€ 302.326</b>
FCF progressivo	€ 442.059	€ 713.503	€ 1.020.963	€ 1.325.857	€ 1.628.182

Tab. 11 Flussi di cassa periodo 2031

Cash Flow Statment	2031
Risultato netto	€ 120.201
Ammortamenti	€ 142.519
<b>Cash Flow operativo</b>	<b>€ 262.721</b>
Quota capitale mutuo	
<b>Free cash Flow</b>	<b>€ 262.721</b>
FCF progressivo	€ 1.890.903

Assumendo quale tasso attualizzazione il tasso di rendimento richiesto dagli investitori per il settore fotovoltaico, pari solitamente al 12%, l'attualizzazione dei flussi di cassa per il periodo considerato porta ad un valore dell'impianto pari ad **Euro 419.992,00.**

*Tab. 12* Discounted cash flow 2016-2020

	2016	2017	2018	2019	2020
Discounted cash flow	-€ 14.022	-€ 39.643	-€ 4.689	-€ 1.292	€ 1.462

*Tab. 13* Discounted cash flow 2021-2025

	2021	2022	2023	2024	2025
Discounted cash flow	€ 15.142	€ 20.621	€ 24.682	€ 27.576	€ 29.511

*Tab. 14* Discounted cash flow 2026-2030

	2026	2027	2028	2029	2030
Discounted cash flow	€ 60.031	€ 69.673	€ 70.462	€ 62.387	€ 55.234

*Tab. 15* Discounted cash flow 2031

	2031
Discounted cash flow	€ 42.855

Sostituendo al valore contabile delle immobilizzazioni la sommatoria dei Discounted Cash Flow di periodo, pari ad Euro 419.992,00 il patrimonio netto rettificato della società è pari ad **Euro 512.569,00.**

Patrimonio rettificato	
Val	%

<b>Totale imm. Immateriali</b>	<b>0</b>	<b>0,0%</b>
	0	0,0%
<b>Totale imm. Materiali</b>	<b>419.992</b>	<b>82,6%</b>
	0	0,0%
<b>Totale imm. Finanziarie</b>	<b>227</b>	<b>0,0%</b>
	0	0,0%
<b>Crediti verso clienti</b>	<b>55.553</b>	<b>10,9%</b>
	0	0,0%
<b>Erario</b>	<b>26.966</b>	<b>5,3%</b>
	0	0,0%
<b>Liquidità differite</b>	<b>6.026</b>	<b>1,2%</b>
<b>Totale attivo</b>	<b>508.764</b>	<b>100,0%</b>
<b>Banche a breve</b>	<b>286.047</b>	<b>56,2%</b>
	0	0,0%
<b>Banche a medio lungo</b>	<b>0</b>	<b>0,0%</b>
	0	0,0%
<b>Soci c/finanziamenti infruttiferi</b>	<b>-265.000</b>	<b>-52,1%</b>
	0	0,0%
<b>Debiti verso fornitori</b>	<b>-17.052</b>	<b>-3,4%</b>
	0	0,0%
<b>Altri debiti</b>	<b>-190</b>	<b>0,0%</b>
	0	0,0%
<b>Patrimonio netto</b>	<b>-512.569</b>	<b>-100,7%</b>
		0,0%
<b>Totale passivo</b>	<b>-508.764</b>	<b>-100,0%</b>

### 3. Determinazione del valore di stima della partecipazione

Lo scopo originario, per il quale la presente perizia è stata redatta, è determinare il valore della partecipazione detenuta da CEIF, pari al 40% del capitale sociale di C.C.C.P. SRL.

Qualora si procedesse "tout court" ad applicare aritmicamente la percentuale di partecipazione al valore del PN rettificato, il valore corrente della partecipazione ammonterebbe ad **Euro 205.028,00**.

Va tuttavia osservato che in data 12/12/2015 CEIF ha depositato, presso il Tribunale di Forlì, istanza per l'ammissione alla procedura di Concordato Preventivo; la proposta concordataria si fonda essenzialmente sulla liquidazione totale del patrimonio mobiliare ed immobiliare della CEIF pertanto, chi scrive, riterrebbe opportuno addivenire alla stima della partecipazione di C.C.C.P. SRL al valore di pronto realizzo.

Ciò premesso, qualora si procedesse alla valutazione del valore della partecipazione adottando il criterio di pronto realizzo, in luogo di quello di funzionamento, il valore della partecipazione ammonterebbe ad Euro 184.525,20, arrotondato per eccesso ad **Euro 185.000,00**.

Tale valore è stato determinato applicando, al valore di funzionamento (*ndr Euro 205.028,00*), una percentuale di abbattimento pari al **10%**.

Sulla base delle considerazioni sin qui svolte e, conseguentemente per effetto dei calcoli in precedenza illustrati, lo scrivente quantifica in complessivi **Euro 512.569,00** (cinquecentododicimila cinquecentosessantanove/00) il valore dell'azienda C.C.C.P. SRL alla data del 31/12/2015.

Poiché l'incarico richiede espressamente di addivenire alla stima delle quote detenute dalla CEIF Soc.Coop. (*ndr pari al 40% del capitale sociale*) il valore della partecipazione

ammonterebbe, a valori correnti, ad **Euro 205.028,00** ovvero in minori **Euro 185.000,00** qualora fosse applicato il correttivo per il pronto realizzo.

## Capitolo 4

### CRITICITA', CONCLUSIONI

SOMMARIO: 1. Elementi di criticità – 2. Conclusioni.

#### 1. Elementi di criticità

Come emerge dalle argomentazioni già svolte, il fine della presente relazione resta quello di esprimere una obiettiva valutazione probabilistica, seppur suffragata dagli strumenti della tecnica professionale, e di attribuire, con una certa cognizione di causa, anche se in un contesto di estrema incertezza quale quello attuale, una valutazione alla partecipazione detenuta da CEIF in C.C.C.P. SRL.

Peraltro, quasi tutti gli elementi sui quali poggia la valutazione della partecipazione societaria sono inquadrabili in termini di “stima probabile”, atteso che essa si fonda su valori di realizzo prospettici, i quali, fisiologicamente, possono anche discostarsi dalle grandezze prefigurate, benchè queste siano state razionalmente determinate; ciò appare tanto più vero nel caso specifico, considerata la complessità della situazione alla data della nomina.

Va, infatti, tenuto presente che a causa dell'aleatorietà connessa alla realizzazione di qualsiasi evento futuro, sia per quanto concerne il concretizzarsi dell'accadimento, sia per quanto riguarda la misura e la tempistica della sua manifestazione, gli scostamenti fra valori consuntivi e valori preventivati nella presente relazione di stima potrebbero essere non trascurabili.

#### 2. Conclusioni

A fronte di tali considerazioni, è opportuno precisare che chi scrive ha ritenuto di impiegare un approccio sostanzialmente prudente, sicché risulta ragionevole ritenere che i rischi impliciti nelle valutazioni prospettiche possano considerarsi neutralizzati da

marginii di prudenza adottati nella definizione delle componenti positive e negative dalle quali deriva la valutazione finale.

Il sottoscritto rimane a disposizione per qualsiasi chiarimento ed integrazione di quanto sopra esposto, ove gli organi della procedura ne ravvisassero la necessit .

In fede.

Cesenatico, li 15 febbraio 2016.

Rag. Claudio Casellato



**ELENCO ALLEGATI:**

- 1) provvedimento di nomina del Giudice Delegato;
- 2) bilancio, corredato di nota integrativa anni 2012 -2013 -2014;
- 3) contratto di mutuo 02/08/2011;
- 4) dichiarazione esercizio di opzione di cui all'art. 26, comma 3, D.L. 24/06/2014 n°91 convertito con legge del 11/08/2014 n°116;
- 5) contratto di interest rate swape n°31577077 del 09/07/2012.

Gli allegati sopra descritti, utilizzati per la redazione del presente elaborato, vengono conservati agli atti dallo scrivente perito estimatore.