



STUDIO ASSOCIATO LEGALE E TRIBUTARIO

DOTT. FABRIZIO FELTER
Piazza Vittoria, 9 – 25122 Brescia
tel. 030.3750515 fax 030.290361

TRIBUNALE DI BRESCIA

SEZ. FALLIMENTARE

FALLIMENTO N° 18/2015:

GIUDICE DELEGATO: DOTT. ALESSANDRO PERNIGOTTO

CURATORE: DOTT. STEFANO MIDOLO

STIMA DEL VALORE DELLA QUOTA DI PARTECIPAZIONE
DEL 30,30% DEL CAPITALE SOCIALE DELLA SOCIETÀ
REXENERGY S.R.L. DI PROPRIETÀ DEL

PERITO ESTIMATORE: DOTT. FABRIZIO FELTER

SOMMARIO

1. PREMESSE	3
1.1 OGGETTO DELL'INCARICO	3
1.2 FINALITÀ DELL'INCARICO	4
1.3 TIPOLOGIA DELL'INCARICO	4
1.4 DATA DI RIFERIMENTO	4
1.5 DICHIARAZIONI DEL PERITO ESTIMATORE	4
1.6 LIMITAZIONI E CRITICITÀ LEGATE ALLO SVOLGIMENTO DELL'INCARICO	5
1.7 DOCUMENTAZIONE UTILIZZATA	5
2. METODI DI VALUTAZIONE: LA SCELTA DEL CRITERIO	7
2.1 METODI DI VALUTAZIONE	7
2.2 METODO DI VALUTAZIONE ADOTTATO	9
3. LA VALUTAZIONE DI REXENERGY S.R.L.	11
3.1 IL PATRIMONIO NETTO RETTIFICATO	11
3.2 LA DETERMINAZIONE DEI SOVRA REDDITI FUTURI	16
4. CONCLUSIONI	18

1. PREMESSE

Il sottoscritto Dott. Fabrizio Felter, Dottore Commercialista iscritto all'Ordine dei Dottori Commercialisti ed Esperti Contabili della circoscrizione del Tribunale di Brescia, con studio in Brescia, piazza Vittoria n° 9, ha ricevuto incarico dal Curatore del Fallimento ██████████ in liquidazione n° 18/2015, Dott. Stefano Midolo, di redigere la presente relazione relativa alla stima del valore della quota di partecipazione del 30,30% detenuta dalla Società Fallita nel capitale sociale della società Rexenergy S.r.l.

Il presente incarico è stato conferito a seguito di autorizzazione del Comitato dei Creditori del Fallimento in oggetto, rilasciato nelle date del 11/12 e 14 febbraio 2020, ed a seguito del “visto” Giudice Delegato Dott. Alessandro Pernigotto, rilasciato in data del 25 febbraio 2020 (All. 1).

1.1 OGGETTO DELL'INCARICO

L'oggetto dell'incarico di valutazione è la Società Rexenergy S.r.l., *infra* “Rexenergy” o “la Società”, con sede in Brescia, via del Mella n° 13, codice fiscale e partita IVA 02862320989, REA BS-484474, capitale sociale € 99.000,00 interamente versato.

Trattasi di società costituita in data 14.02.2007 in forma di società a responsabilità limitata ed iscritta al Registro delle Imprese di Brescia in data 05.03.2007.

La Società ha per oggetto principale l'attività di progettazione, distribuzione e commercializzazione installazione e vendita di impianti e macchinari per la produzione di energia da fonti rinnovabili a mezzo di impianti fotovoltaici.

La durata della Società è stata fissata al 31.12.2030.

Alla data del 27.01.2020 il capitale sociale, pari ad € 99.000,00 interamente versato, è detenuto come segue:

- sig. Massimiliano Lococo, codice fiscale LCC MSM 73T03 D918C, domiciliato presso la sede della Società, quota del valore nominale pari a € 40.000,00, ammontante al 40,40% del Capitale Sociale;
- ██████████ ██████████ domiciliata in Brescia, via Gussalli n° 24, quota del valore nominale pari a € 30.000,00, ammontante al 30,30% del Capitale Sociale;
- sig. Alessio Bignotti, Codice Fiscale BGN LSS 70T06 B157G, domiciliato presso la sede della Società, quota del valore nominale pari a € 29.000,00, ammontante al 29,29% del Capitale Sociale.

L'amministrazione della Società è pluripersonale collegiale.

Il Consiglio di Amministrazione, alla data del 27.01.2020, risulta così composto:

- Presidente del Consiglio di Amministrazione sig. Massimiliano Lococo;
- Consigliere delegato sig. Alessio Bignotti.

Alla data del 27.01.2020 non risulta essere nominato il Collegio Sindacale né il Revisore Legale.

1.2 FINALITÀ DELL'INCARICO

La finalità del presente lavoro è la stima del valore della quota di partecipazione pari al 30,30% che la società fallita ██████████ *infra* “il Fallimento” o “la Fallita”, detiene nel capitale sociale di Rexenergy.

La prospettiva della stima richiesta allo scrivente è quella della determinazione del valore della quota in un’ottica di continuità aziendale, nell’ipotesi di cessione a terzi, al fine di fornire agli organi della procedura fallimentare un valore di riferimento per gli esperimenti delle procedure competitive di vendita ai sensi dell’art. 107 l.f.

Si precisa che la stima ha per oggetto il capitale economico della Società e non quello contabile c.d. “di funzionamento”, poiché la perizia ha il fine di stimare il valore corrente delle quote.

Infine si specifica che la stima del valore è valida solo per le finalità stabilite e per la data a cui la valutazione si riferisce.

1.3 TIPOLOGIA DELL'INCARICO

Il presente incarico è qualificabile quale “parere valutativo”.

Il sottoscritto ha infatti formulato una valutazione completa ma con limitazioni afferenti alla base informativa la quale è stata recepita così come predisposta dal *management* della Società e così come fornita dal Curatore.

Pertanto, non avendo effettuato nessun genere di revisione e verifica, eventuali discordanze e/o errori della base informativa possono inficiare sulla obiettività e dimostrabilità *ex post* dei risultati raggiunti.

1.4 DATA DI RIFERIMENTO

La data di riferimento della perizia è il **1 gennaio 2020**, *infra* “data di riferimento”.

Dalla predetta data non si sono verificati eventi tali da poter modificare sostanzialmente i risultati espressi nella presente perizia.

1.5 DICHIARAZIONI DEL PERITO ESTIMATORE

La presente valutazione è stata effettuata ispirandosi ai Principi Italiani di Valutazione (di seguito “PIV”) emanati dall’Organismo Italiano di Valutazione.

Il sottoscritto dichiara di essere in possesso dei requisiti di cui al PIV I.3.1 ed in particolare:

- di aver aderito al “Code of Ethical Principles for Professional Valuers” dell’IVSC (International Valuation Standard Council);
- di essere in condizione di indipendenza nei confronti della società fallita e di qualsiasi soggetto direttamente o indirettamente interessato alla presente valutazione, di essere in possesso dei requisiti di cui all’art. 2399 c.c. e di non avere precedentemente prestato attività di lavoro subordinato o autonoma in favore della Fallita né

avere partecipato agli organi di amministrazione o di controllo;

- di aver operato con oggettività nella ricerca e nell'acquisizione degli elementi informativi, nelle successive elaborazioni e nella trasmissione dei risultati, distinguendo i dati di fatto dalle interpretazioni e dai giudizi personali;
- di aver operato con diligenza nello svolgimento delle diverse fasi del processo valutativo e nella verifica della sussistenza delle condizioni per poter svolgere correttamente l'incarico;
- di disporre delle doti di professionalità, della competenza tecnica e delle conoscenze necessarie allo svolgimento dell'incarico conferito. Lo scrivente risulta iscritto all'Albo dei Dottori commercialisti ed Esperti contabili della circoscrizione del Tribunale di Brescia al n° 913/A nonché nel Registro dei Revisori legali con D.M. del 12.04.1995 pubblicato con G.U. n° 31-*bis* del 21.04.1995 al n° 23020.

1.6 LIMITAZIONI E CRITICITÀ LEGATE ALLO SVOLGIMENTO DELL'INCARICO

Si precisa che la valutazione predisposta si fonda sull'ipotesi di continuità dell'impresa.

La valutazione non ha potuto tener conto della possibilità del verificarsi di eventi di natura straordinaria ed eventi non prevedibili.

Tutte le informazioni che costituiscono il supporto quantitativo e qualitativo della stima sono state fornite dal Curatore.

I bilanci e le altre informazioni forniti dal Curatore nel corso dell'incarico sono stati accettati senza alcuna verifica come pienamente rispettanti le condizioni del business ed i risultati ottenuti per i periodi di riferimento.

Lo scrivente, in relazione al contenuto dell'incarico conferito, non ha effettuato alcuna attività di *auditing* e revisione sui dati forniti, né sono stati circolarizzati debitori o creditori e pertanto non è possibile fornire alcuna forma di assicurazione sulle stesse.

Lo scrivente non può rispondere della completezza, accuratezza, attendibilità e rappresentabilità dei dati ricevuti, per qualsiasi errore od omissione concernente il contenuto dei documenti forniti ed utilizzati quale supporto tecnico per lo svolgimento del processo di stima del valore economico della Società.

Si precisa che in relazione ai crediti commerciali non è stata fornita dalla Società alcuna informazione in merito ad eventuali contenziosi in essere o informazioni sull'*ageing* di tali voci.

Si precisa infine che il contenuto della presente relazione, basandosi significativamente su elementi di previsione, non può essere interpretato o assunto come una garanzia sul futuro andamento dell'azienda. Le conclusioni raggiunte sono basate sul complesso delle informazioni disponibili e delle valutazioni effettuate, pertanto, il documento è da intendersi unitario e le sue parti non possono essere utilizzate singolarmente.

1.7 DOCUMENTAZIONE UTILIZZATA

Il sottoscritto nello svolgimento del proprio incarico ha acquisito, analizzato e utilizzato la seguente

documentazione:

- bilanci relativi agli esercizi 2016, 2017 e 2018;
- situazione economico patrimoniale aggiornata alla data del 31.12.2019;
- partitari contabili relativi agli esercizi 2016, 2017, 2018 e 2019;
- visura societaria ordinaria del 27.01.2020;
- visura societaria storica del 27.01.2020;
- Modello Unico Società di Capitali e Modello IRAP relativi ai periodi di imposta 2016, 2017 e 2018;
- Modello IVA relativi ai periodi di imposta 2016, 2017, 2018 e 2019;

2. METODI DI VALUTAZIONE: LA SCELTA DEL CRITERIO

La scelta del metodo di valutazione è stata effettuata prendendo in considerazione i principali criteri elaborati, valutandone l'idoneità nel caso concreto, al fine di fornire una stima oggettiva e razionale della Società.

Si delineano pertanto sinteticamente le principali e più diffuse metodologie valutative di azienda, al fine di evidenziarne i presupposti di applicazione, la natura delle informazioni ottenute, nonché la rispondenza degli stessi alle finalità della valutazione in oggetto.

2.1 METODI DI VALUTAZIONE

Secondo la prevalente dottrina e prassi professionale i metodi di valutazione maggiormente diffusi sono i seguenti:

a. Metodo patrimoniale

Il metodo patrimoniale esprime il valore dell'azienda in funzione del suo patrimonio.

“Le valutazioni di tipo patrimoniale si propongono di individuare il valore effettivo del patrimonio netto aziendale, risultante dalla distinta stima a valori correnti delle singole attività e passività alla data di riferimento. L'esperto deve perciò individuare gli elementi attivi e passivi, precisando per ciascuno i criteri di valutazione utilizzati. Se l'analisi è estesa ai beni immateriali specifici, deve anche motivare la scelta di tali elementi, accertandosi la loro reciproca coerenza.”¹

Tale metodo garantisce una valida indicazione della solidità patrimoniale dell'azienda ma ha il limite di trascurare gli aspetti finanziari e reddituali della gestione futura, non tenendo in considerazione l'avviamento aziendale.

b. Metodo reddituale

Il metodo reddituale esprime il valore dell'azienda in funzione della sua capacità reddituale futura trascurando quindi la valutazione della sua consistenza patrimoniale.

“Le valutazioni reddituali sono basate, in relazione al fatto che si segua un approccio equity side o asset side, sulla capitalizzazione del reddito netto distribuibile di lungo periodo (o del risultato operativo disponibile al netto delle imposte che pagherebbe la società se non fosse indebitata) dell'azienda o del ramo di azienda oggetto di stima, ad un tasso espressivo del costo opportunità dei mezzi propri (o del costo medio ponderato del capitale o del costo dei mezzi propri unlevered con separata valutazione dei benefici fiscali dell'indebitamento). Le modalità di calcolo dei redditi devono essere spiegate e giustificate. Nelle situazioni non ancora stabilizzate, è necessario tenere conto della prevedibile variabilità dei risultati, sino al raggiungimento dell'assetto di regime. Le stime di tipo reddituale sono di elezione nelle situazioni aziendali stabilizzate. Nelle situazioni caratterizzate da fattori evolutivi è generalmente da preferire la più analitica costruzione dei flussi di risultati consentita dai metodi finanziari.”²

Il valore dell'azienda viene calcolato mediante l'attualizzazione dei risultati economici attesi e pertanto l'azienda vale se ed in quanto produce reddito.

Tuttavia il metodo reddituale riscontra il limite nell'aleatorietà delle stime *ex ante* sulle capacità reddituali

¹ Principi Italiani di Valutazione: PIV III.1.28

² Principi Italiani di Valutazione: PIV III.1.31 e PIV III.1.32

dell'impresa.

c. Metodo finanziario

Il metodo finanziario del c.d. “Discounted Cash Flow” o “DCF” stima il valore dell'azienda sulla base dell'attualizzazione dei flussi di cassa attesi dall'investimento e dell'attualizzazione del valore residuo aziendale

“Le valutazioni basate sull'attualizzazione dei flussi monetari resi disponibili dall'azienda (o dal ramo aziendale) oggetto di stima comprendono il metodo Discounted Cash Flow (DCF), nelle varianti asset side o equity side, e il Dividend Discount Model (DDM). Esse impegnano l'esperto ad una corretta individuazione dei flussi di cassa, sia nella fase evolutiva, sia nella fase di stabilizzazione attesa per il lungo periodo. L'individuazione dei flussi da trattare richiede la disponibilità di un piano aziendale, normalmente elaborato dal management dell'azienda da valutare, dal quale l'esperto recepisce le ipotesi di base e le migliori stime. Il piano idealmente dovrebbe estendersi sino al momento della stabilizzazione del driver di valore.”³

Fondamentale per l'applicazione del metodo DCF è la corretta determinazione – o meglio stima – dei flussi di cassa disponibili.

Come già detto per il metodo reddituale, anche il metodo finanziario scontra il limite nell'aleatorietà delle stime *ex ante* relativamente ai flussi di cassa attesi.

d. Metodo misto patrimoniale-reddituale

Il metodo misto patrimoniale-reddituale, *infra* “metodo misto”, determina il valore dell'azienda dalla sommatoria della consistenza patrimoniale e della capacità reddituale propria del complesso aziendale.

“I procedimenti che esplicitano la creazione di valore includono il metodo misto patrimoniale reddituale (UEC), il metodo Discounted Abnormal Earnings (detto anche Residual Income Method) e il metodo Discounted Economic Profit (conosciuto anche come EVA). Si tratta nella sostanza di procedimenti sempre riconducibili a valutazioni reddituali, che mettono in risalto l'entità del valore creato rispetto ai mezzi investiti nell'azienda, o nel ramo di azienda considerato e che permettono, sotto talune condizioni, di ridurre il peso attribuito al valore terminale nelle valutazioni di tipo reddituale.”⁴

e. Metodi empirici

I metodi empirici stimano il valore dell'azienda sulla base del confronto rispetto al valore di “attività” simili oggetto di negoziazione sul mercato.

“Le valutazioni comparative comportano l'applicazione, a grandezze aziendali rilevanti, di moltiplicatori (o multipli) ricavati dalle capitalizzazioni di Borsa di società quotate confrontabili, o dalle negoziazioni comunque avvenute con riferimento a quote di capitale di società confrontabili. Rappresentano stime di tipo analogico finalizzate all'individuazione di un probabile valore di mercato dell'azienda, o del ramo di azienda, oggetto di esame, muovendo da prezzi registrati sul mercato per titoli di aziende quotate simili o per pacchetti azionari di società quotate e non quotate. L'esperto deve essere consapevole che non esistendo aziende sosia all'azienda da valutare, l'apparente semplicità di tali valutazioni nasconde numerose insidie, per effetto delle quali i metodi relativi possono

³ Principi Italiani di Valutazione: PIV III.1.35 e PIV III.1.36

⁴ Principi Italiani di Valutazione: PIV III.1.31 e PIV III.1.33

*condurre a risultati fuorvianti in quanto si estende all'azienda oggetto di valutazione profili che essa non ha.*⁵

Tale metodo fornisce un'indicazione sintetica della realtà analizzata in quanto attribuisce un valore unitario al bene oggetto di valutazione prescindendo dai singoli elementi che lo compongono.

2.2 METODO DI VALUTAZIONE ADOTTATO

Facendo seguito alla sintetica disamina dei metodi valutativi maggiormente adottati ed in considerazione delle informazioni a disposizione dell'esperto, si è ritenuto opportuno adottare, come metodo "base" il metodo misto in considerazione delle osservazioni fatte sull'attività esercitata e della struttura patrimoniale propria della Società. Tale metodo può essere considerato il più completo, infatti, la stima del valore dell'azienda riflette gli elementi di obiettività e verificabilità propri dell'analisi patrimoniale (valutazione dell'attivo, ivi compresi i beni ed 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.

Pertanto la metodologia di calcolo in questione fa derivare il valore dell'azienda dal patrimonio netto contabile rettificato e dall'attualizzazione dei sovra redditi relativi ad un numero limitato di esercizi.

Tale metodo si compendia nella seguente formula:

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

La formula del valore dell'azienda (W) può essere scomposta in due tronconi:

- 1) **patrimonio netto rettificato** (K), rappresentante il patrimonio netto rettificato a valori correnti, ottenuto partendo dal capitale netto contabile, comprensivo dell'utile maturate alla data di riferimento della valutazione e al netto dei dividendi eventualmente deliberati;
- 2) **flusso dei sovra redditi futuri**, definiti come il valore attuale, al tasso i' , di n annualità posticipate, rappresentate dalla differenza $(R-iK)$. L'importo in questione è assimilabile in sostanza all'avviamento di cui gode l'impresa per effetto della gestione precedente.

Nello specifico:

R = reddito medio normalizzato prospettico;

i = tasso di remunerazione normale del capitale calcolato con il metodo del CAPM;

$a_{n \cdot i'}$ = simbolo matematico-finanziario che indica il valore attuale di una rendita con durata definita;

n = numero di anni per i quali è stimato il c.d. sovra reddito;

i' = tasso di attualizzazione corrispondente al c.d. tasso *risk free*.

⁵ Principi Italiani di Valutazione: PIV III.1.31 e PIV III.1.38

Dopo aver illustrato le principali considerazioni che hanno indotto ad adottare il metodo sopra indicato e la composizione della formula che si intende utilizzare, si procede al calcolo del valore dell'azienda che si fonderà principalmente sulla verifica della correttezza del valore di iscrizione contabile degli elementi patrimoniali per la determinazione del valore riferito all'intero patrimonio sociale.

3. LA VALUTAZIONE DI REXENERGY S.R.L.

3.1 IL PATRIMONIO NETTO RETTIFICATO

Al fine di determinare il patrimonio netto rettificato si riporta la situazione patrimoniale aggiornata al 31.12.2019.

ATTIVO

Immobilizzazioni immateriali

Immobilizzazioni immateriali	Saldi al 31.12.2019	Ammortamento	Compensazioni e/o rettifiche	Saldi rettificati
Licenza d'uso software	348,50	- 348,50		-
Totale	348,50	- 348,50	-	-

L'inclusione nel calcolo delle immobilizzazioni immateriali è subordinata al fatto che si tratti di beni con valore autonomo e suscettibili di misurazione.

Tuttavia, nel caso di specie, pur avendo le licenze d'uso dei software un valore autonomo, risultano completamente ammortizzate e pertanto ai fini del calcolo il loro valore assunto è pari a zero.

Immobilizzazioni materiali

Immobilizzazioni materiali	Saldi al 31.12.2019	Ammortamento	Compensazioni e/o rettifiche	Saldi rettificati
Lavori straordinari su mezzi di terzi	12.155,18	- 12.155,18		-
Costruzioni leggere	6.762,20	- 6.424,09		338,11
Impianti generici	7.774,75	- 7.031,52		743,23
Macchinari	5.923,00	- 5.923,00		-
Attrezzature varie e minute	67.090,19	- 67.090,19		-
Mobili e macchine ordinarie d'ufficio	1.990,20	- 1.990,20		-
Macchine elett. d'ufficio	36.650,26	- 33.545,06		3.105,20
Autocarri	43.592,04	- 38.952,18	19.360,14	24.000,00
Autovetture	24.472,43	- 21.248,03	23.875,60	27.100,00
Arredamento	1.630,00	- 122,25		1.507,75
Totale	208.040,25	- 194.481,70	43.235,74	56.794,29

Le immobilizzazioni materiali sono state valutate al costo d'iscrizione al netto del relativo fondo di ammortamento.

Le rettifiche apportate afferiscono unicamente a:

- o attrezzature varie e minute al fine di azzerare la posta, poiché il valore netto contabile risultava, presumibilmente per un errore materiale, negativo di € 45,63;
- o autocarri e autovetture ove il valore netto contabile è stato sostituito dal valore di mercato dei beni. Tale valore è stato desunto consultando i listini prezzi dei veicoli usati.

Immobilizzazioni finanziarie

Immobilizzazioni finanziarie	Saldi al 31.12.2019	Ammortamento	Compensazioni e/o rettifiche	Saldi rettificati
Partecipazioni in altre imprese	2.239,12			2.239,12
Totale	2.239,12	-	-	2.239,12

Trattasi di titoli emessi dagli istituti di credito con i quali la Società intrattiene rapporti di conto corrente.

Il sottoscritto ritiene di non apportare alcuna rettifica.

Rimanenze

Rimanenze	Saldi al 31.12.2019	Fondo svalutazione	Compensazioni e/o rettifiche	Saldi rettificati
Merci	500.319,33	- 97.018,58		403.300,75
Totale	500.319,33	- 97.018,58	-	403.300,75

Le rimanenze di merci sono state valutate al costo d'iscrizione al netto dei relativi fondi svalutazione all'uopo stanziati dalla Società.

Il sottoscritto, posto che la Società risulta aver già parzialmente svalutato il magazzino per obsolescenza e per adeguamento al valore di mercato, ritiene di non apportare alcuna rettifica.

Crediti commerciali

Crediti commerciali	Saldi al 31.12.2019	Fondo svalutazione	Compensazioni e/o rettifiche	Saldi rettificati
Crediti verso clienti	911.133,89		- 45.556,69	865.577,20
Fatture da emettere	131.573,64		- 6.578,68	124.994,96
Depositi cauzionali	7.372,95			7.372,95
Fornitori per spese anticipate	33.781,90			33.781,90
Note di credito da ricevere	42,00			42,00
Anticipi	1.783,04			1.783,04
Crediti diversi	727,55			727,55
Totale	1.086.414,97	-	- 52.135,38	1.034.279,59

I crediti commerciali sono stati valutati al valore d'iscrizione.

Non risultano essere iscritti fondi svalutazione crediti.

Il sottoscritto non ha effettuato verifiche circa la solvibilità dei debitori né ha effettuato circolarizzazione dei medesimi.

La Società non dispone di un *aging* clienti.

Posto che la Società storicamente non ha registrato perdite su crediti, il sottoscritto ha ritenuto opportuno rettificare il valore dei crediti verso clienti e dei crediti per fatture da emettere per un importo forfettariamente determinato in misura pari al 5% del valore nominale.

Crediti tributari e previdenziali

Crediti tributari e previdenziali	Saldi al 31.12.2019	Fondo svalutazione	Compensazioni e/o rettifiche	Saldi rettificati
Erario c/rimborso IVA	1.036,74		- 1.036,74	-
Erario c/compensazioni	7.116,54		- 7.116,54	-
Altri crediti tributari	1.632,00			1.632,00
Crediti per imposte anticipate	78.417,24			78.417,24
Erario c/imposta sostitutiva TFR	19,45			19,45
Erario c/IRES	219.509,52			219.509,52
Totale	307.731,49	-	- 8.153,28	299.578,21

I crediti tributari e previdenziali sono stati valutati al valore d'iscrizione.

Il sottoscritto ha preso visione delle dichiarazioni fiscali e, laddove scaturivano crediti erariali, sono state verificate le successive movimentazioni contabili.

Sono state apportate, ove possibile, compensazioni con i debiti tributari.

Il sottoscritto, essendo tali crediti di certa esigibilità in quanto espressivi di posizioni aperte nei confronti dell'Erario, ritiene di non apportare alcuna rettifica.

Disponibilità liquide

Liquidità	Saldi al 31.12.2019	Fondo svalutazione	Compensazioni e/o rettifiche	Saldi rettificati
Cariparma Credit Agricole	55.829,00			55.829,00
BCC Brescia c/c n° 41060	16.060,52		- 6.048,74	10.011,78
BCC Brescia c/c n° 40227	1.355.810,82			1.355.810,82
BCC Brescia c/c n° 41541	27.752,41			27.752,41
Denaro in cassa	6.262,48			6.262,48
Totale	1.461.715,23	-	- 6.048,74	1.455.666,49

Il sottoscritto ha potuto constatare l'effettiva consistenza numerica dei saldi mediante gli estratti conto al 31.12.2019 forniti dalla Società e mediante la prima nota di cassa.

Il sottoscritto ha proceduto alla compensazione delle poste passive relative al saldo negativo delle carte di credito i quali addebiti risultano differiti al mese successivo.

Trattandosi di valori certi il sottoscritto ritiene di non apportare alcuna rettifica.

Ratei e risconti attivi

Ratei e Risconti	Saldi al 31.12.2019	Fondo svalutazione	Compensazioni e/o rettifiche	Saldi rettificati
Risconti attivi	27.396,55			27.396,55
Totale	27.396,55	-	-	27.396,55

I risconti attivi afferiscono sostanzialmente a polizze di assicurazione su impianti installati dalla Società iscritti in tale voce in rispetto alla prescritta competenza civilistica.

Il sottoscritto ritiene di non apportare alcuna rettifica.

PASSIVO**Mezzi propri**

Mezzi Propri	Saldi al 31.12.2019	Rettifiche	Saldi rettificati
Capitale Sociale	99.000,00		99.000,00
Riserva Legale	19.800,00		19.800,00
Riserva Straordinaria	246.019,96		246.019,96
Utile (perdita) d'esercizio	5.358,61		5.358,61
Totale	370.178,57	-	370.178,57

Fondi rischi ed oneri

Fondi rischi ed oneri	Saldi al 31.12.2019	Compensazioni	Rettifiche	Saldi rettificati
Trattamento Fine rapporto	42.639,22			42.639,22
Altri fondi rischi ed oneri	215.833,00			215.833,00
Totale	258.472,22	-	-	258.472,22

La posta fondi rischi ed oneri risulta composta da TFR lavoratori dipendenti e dalla posta altri fondi rischi contenente il fondo di trattamento di fine mandato amministratori per € 180.000,00 e un fondo rischi per manutenzioni future per € 35.833,00.

La valutazione è stata fatta al valore nominale.

Il sottoscritto ritiene di non apportare alcuna rettifica.

Debiti commerciali

Debiti commerciali	Saldi al 31.12.2019	Compensazioni	Rettifiche	Saldi rettificati
Debiti verso fornitori	466.161,99			466.161,99
Fatture da ricevere	134.512,93			134.512,93
Note di credito da emettere	16.279,90			16.279,90
Clienti c/anticipi per impianti	1.124.926,89			1.124.926,89
Clienti c/caparre	759.271,18			759.271,18
Debiti diversi	1.259,76			1.259,76
Totale	2.502.412,65	-	-	2.502.412,65

I debiti commerciali sono stati valutati al loro valore nominale.

Le altre voci sono state verificate trovando riscontro nella contabilità aziendale.

Il sottoscritto non ha effettuato circolarizzazione dei debiti.

Non esistono passività nei confronti di istituti di credito come emerge dalla Centrale Rischi rilasciata da Banca d'Italia in data 06.07.2020.

Tuttavia emerge un debito nei confronti di una società di leasing, ammontante ad € 55.694, ed una garanzia di firma ricevuta pari ad € 50.000.

Il sottoscritto ritiene di non apportare alcuna rettifica.

Debiti verso dipendenti

Debiti verso dipendenti	Saldi al 31.12.2019	Compensazioni	Rettifiche	Saldi rettificati
Amministratori c/compensi	9.000,00			9.000,00
Dipendenti c/retribuzioni	14.254,03			14.254,03
Debiti vs fondi pensione	493,03	FABRIZIO FELTER		493,03
Totale	23.747,06	-	-	23.747,06

I debiti verso dipendenti sono stati valutati al loro valore nominale.

Il sottoscritto ritiene di non apportare alcuna rettifica.

Debiti tributari e previdenziali

Debiti tributari e previdenziali	Saldi al 31.12.2019	Compensazioni	Rettifiche	Saldi rettificati
Erario c/IVA	28.044,79	- 8.153,28		19.891,51
Erario c/rit. lavoro dipendente	16.344,76			16.344,76
Erario c/rit. lavoro autonomo	2.121,42			2.121,42
Altri debiti tributari	10.229,40			10.229,40
Enasarco c/contributi	4.664,43			4.664,43
Altri debiti vs istituti previdenziali	166,32			166,32
INPS c/contributi soc. lav. dipendente	10.407,92			10.407,92
INPS c/contributi soc. lav. autonomo	2.549,00			2.549,00
INPS c/contributi amministratori	8.588,00			8.588,00
INAIL c/contributi	1.325,85			1.325,85
Totale	84.441,89	- 8.153,28	-	76.288,61

I debiti tributari e previdenziali sono stati valutati al loro valore nominale.

Il sottoscritto ha preso visione delle dichiarazioni fiscali.

Sono state apportate, ove possibile, compensazioni con i crediti tributari.

Il sottoscritto ritiene di non apportare alcuna rettifica.

Ratei e risconti passivi

Ratei e Risconti	Saldi al 31.12.2019	Compensazioni	Rettifiche	Saldi rettificati
Ratei passivi	57.055,53			57.055,53
Totale	57.055,53	-	-	57.055,53

I ratei passivi afferiscono a ratei ferie non godute dai dipendenti in forza alla Società ivi rilevati in rispetto alla prescritta competenza civilistica.

Il sottoscritto ritiene di non apportare alcuna rettifica.

A completamento di quanto sopra esposto, si consideri che:

- la posta maggiormente significativa dell'attivo patrimoniale è costituita dalle disponibilità liquide ammontanti al 41% dell'attivo medesimo;
- non figurano componenti immateriali per le quali si potrebbe rendere necessaria una stima della loro utilità futura;
- i crediti commerciali, ammontanti al 30% dell'attivo, pur non essendo stati singolarmente verificati a mezzo lettere di circolarizzazione per la conferma dei saldi, sono stati forfettariamente e prudenzialmente svalutati del 5% tenuto conto dell'inesistenza di perdite su crediti negli esercizi precedenti esaminati.
- i debiti sono correttamente iscritti nelle poste del passivo;
- non esistono passività verso istituti di credito.

Ciò posto, attribuendo a ciascun elemento dell'attivo e passivo patrimoniale il relativo valore stimato, si perviene ad un patrimonio netto rettificato di riferimento pari ad **€ 361.278,93** determinato come segue:

Attività	Saldi rettificati al 31.12.2019	Passività	Saldi rettificati al 31.12.2019
Immobilizzazioni Immateriali	-	Fondi rischi ed Oneri	258.472,22
Immobilizzazioni Materiali	56.794,29	Debiti Commercianti	2.502.412,65
Immobilizzazioni Finanziarie	2.239,12	Debiti verso Dipendenti	23.747,06
Rimanenze	403.300,75	Debiti Tributari e Previdenziali	76.288,61
Crediti Commerciali	1.034.279,59	Ratei e Risconti Passivi	57.055,53
Crediti Tributari e Previdenziali	299.578,21	PATRIMONIO NETTO RETTIFICATO	361.278,93
Liquidità	1.455.666,49		
Ratei e Risconti Attivi	27.396,55		
Totale	3.279.255,00		

3.2 LA DETERMINAZIONE DEI SOVRA REDDITI FUTURI

La determinazione del reddito medio normalizzato atteso (R)

Al fine di determinare il reddito medio normalizzato atteso (R), lo scrivente, non avendo a disposizione business plan, ha ritenuto opportuno utilizzare il metodo dei risultati storici che esprime il reddito prospettico quale media dei risultati di esercizio realizzati nel recente passato.

Si riportano di seguito gli schemi di conto economico relativi agli esercizi 2015, 2016, 2017, 2018 e 2019.

Conto Economico	2015		2016		2017		2018		2019	
Ricavi delle vendite e delle prestazioni	1.853.960	99,26%	3.341.342	98,84%	3.085.030	98,79%	3.858.326	98,73%	3.373.985	98,81%
Altri ricavi	13.765	0,74%	39.237	1,16%	37.915	1,21%	49.557	1,27%	40.757	1,19%
Totale valore della produzione (A)	1.867.725	100,00%	3.380.579	100,00%	3.122.945	100,00%	3.907.883	100,00%	3.414.742	100,00%
Costi per materie prime e merci	837.636	44,85%	1.741.981	51,53%	1.789.379	57,30%	1.448.212	37,06%	1.570.083	45,98%
Costi per servizi	1.218.236	65,23%	1.349.630	39,92%	1.281.050	41,02%	1.658.934	42,45%	1.517.654	44,44%
Costi per godimento beni di terzi	90.333	4,84%	97.363	2,88%	81.122	2,60%	61.574	1,58%	74.248	2,17%
Costi per il personale	122.913	6,58%	198.989	5,89%	258.136	8,27%	299.641	7,67%	344.741	10,10%
Ammortamenti e svalutazioni	12.818	0,69%	12.056	0,36%	19.567	0,63%	21.671	0,55%	18.508	0,54%
Variazione delle rimanenze	- 103.066	-5,52%	- 16.096	-0,48%	- 260.760	-8,35%	311.100	7,96%	- 181.278	-5,31%
Accantonamenti per rischi	14.800	0,79%	-	0,00%	-	0,00%	52.757	1,35%	17.000	0,50%
Oneri diversi di gestione	12.654	0,68%	30.699	0,91%	16.057	0,51%	33.582	0,86%	46.081	1,35%
Totale costi della produzione (B)	2.206.324	118,13%	3.414.622	101,01%	3.184.551	101,97%	3.887.471	99,48%	3.407.037	99,77%
Differenza (A) - (B)	- 338.599	-18,13%	- 34.043	-1,01%	- 61.606	-1,97%	20.412	0,52%	7.705	0,23%
Proventi da partecipazioni	50	0,00%	188	0,01%	84	0,00%	59	0,00%	63	0,00%
Altri proventi finanziari	4.548	0,24%	534	0,02%	235	0,01%	329	0,01%	216	0,01%
Altri oneri finanziari	- 3.242	-0,17%	- 3.792	-0,11%	- 2.508	-0,08%	- 956	-0,02%	- 108	0,00%
Totale proventi ed oneri finanziari (C)	1.356	0,07%	3.070	-0,09%	2.189	-0,07%	568	-0,01%	171	0,00%
Utile/Perdita ante imposte	- 337.243	-18,06%	- 37.113	-1,10%	- 63.795	-2,04%	19.844	0,51%	7.876	0,23%
Imposte correnti	-	0,00%	12.790	0,38%	10.595	0,34%	19.031	0,49%	17.130	0,50%
Imposte anticipate e differite	4.930	0,26%	9.366	0,28%	21.600	-0,69%	27.062	-0,69%	14.613	-0,43%
Totale imposte sul reddito	4.930	0,26%	22.156	0,66%	11.005	-0,35%	8.031	-0,21%	2.517	0,07%
Utile/Perdita d'esercizio	- 342.173	-18,32%	- 59.269	-1,75%	- 52.790	-1,69%	27.875	0,71%	5.359	0,16%

Ciò posto i risultati di esercizio sopra esposti per essere considerati idonei a rappresentare il reddito medio prospettico devono subire un processo di “normalizzazione”, ossia un processo sotteso ad eliminare le componenti straordinarie non ripetibili o comunque estranee alla normale gestione nonché gli effetti delle c.d. “politiche di bilancio”.

Il sottoscritto ha ritenuto opportuno operare le seguenti operazioni di normalizzazione:

- o eliminazione dal processo di calcolo dell'annualità 2015, poiché i risultati sono considerati scarsamente rappresentativi in quanto alterati dalla crisi di settore dovuta dalla cessazione del c.d. “Conto energia” che ha

ridotto sensibilmente, per gli anni 2014 e 2015, la convenienza nell'installazione di impianti fotovoltaici;

- o eliminazione delle imposte al fine di depurare il calcolo da eventuali politiche fiscali di bilancio;
- o eliminazione della componente “proventi ed oneri finanziari (C)” poiché è scarsamente rappresentativa;
- o eliminazione degli accantonamenti per rischi i quali sono da considerarsi una componente straordinaria.

L'esito del procedimento di normalizzazione è di seguito esposto:

Conto Economico	2016	2017	2018	2019
Storno imposte sul reddito	22.156	11.005	8.031	2.517
Storno proventi ed oneri finanziari	3.070	2.189	568	171
Storno accantonamenti per rischi	-	-	52.757	17.000
Risultato d'esercizio normalizzato	- 34.043	- 61.606	73.169	24.705

Il reddito medio normalizzato dei risultati sopra esposti ammonta a **€ 556,00**.

Infine il sottoscritto ritiene di non dover considerare la componente legata alle imposte sul reddito in ordine alle seguenti considerazioni:

1. il reddito medio normalizzato è pressoché pari a zero;
2. le eventuali imposte sono compensate con i crediti tributari che ordinariamente vengono generati in considerazione della particolare attività d'impresa.

La determinazione del tasso di remunerazione del capitale (i)

Il tasso di remunerazione del capitale (i) è calcolato secondo il modello CAPM con la seguente formula:

$$i = R_f + \text{Beta} \times (R_m - R_f)$$

Di seguito si espone l'individuazione dei singoli fattori

Il tasso *risk free* (R_f), ossia il tasso di rendimento privo di rischio, viene considerato pari al tasso di rendimento dei buoni del tesoro pluriennali a 10 anni (B.T.P. 10 anni). Detto tasso è rilevato dagli analisti ed è disponibile presso sito internet del Ministero dell'Economia e delle Finanze, Dipartimento del Tesoro ⁶.

Il valore medio registrato nel corso dell'esercizio 2019 è pari a 1,94%.

Il coefficiente Beta, ossia il coefficiente che misura la reattività del rendimento di un titolo rispetto ai movimenti del mercato, ed il premio per il rischio azionario per il mercato italiano ($R_m - R_f$), ossia la differenza tra il tasso di rendimento del portafoglio di mercato ed il tasso privo di rischio, sono stati reperiti dal sito del Prof. Aswath Damodaran ⁷.

Beta per il settore “Electrical Equipment” è pari a 1,19.

Il premio per il rischio azionario per il mercato italiano ammonta al 7,37%.

Il tasso determinato secondo il modello del CAPM è pertanto pari a:

$$i = R_f + \text{Beta} \times (R_m - R_f) = 1,94\% + 1,19 \times 7,37\% = 10,7103\%$$

⁶ http://www.dt.mef.gov.it/export/sites/sitodt/modules/documenti_it/debito_pubblico/dati_statistici/principali_tassi_interesse/Principali_tassi_di_interesse_2019.pdf

⁷ Aswath Damodaran, professore di Finanza presso la Stern School of Business della New York University ed autore di numerose pubblicazioni in tema di valutazione aziendale, <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>

La determinazione del tasso di attualizzazione

Il coefficiente di attualizzazione deriva dalla seguente formula:
$$\frac{(1 + i')^n - 1}{i' * (1 + i')^n}$$

la quale indica il valore attuale di una rendita al tasso i' (*risk free*) con durata definita in n anni.

Il tasso risk free, come sopra detto, ammonta al 1,94%.

La durata della rendita è assunta dal sottoscritto pari a n° 5 anni.

Il coefficiente di attualizzazione è pertanto pari a: 4,813279359%

Tutto ciò premesso applicando la formula: $W = K + (R - iK) \times a_n^{-i}$

$W = 361.278,93 + (556,00 - 10,7103\% \times 361.278,93) \times 4,813279359\%$

W = 359.443,24

4. CONCLUSIONI

Alla luce delle precedenti considerazioni che hanno illustrato i criteri di svolgimento della valutazione si può affermare che il valore dell'intero capitale sociale della società Rexenergy S.r.l., ammonta ad € 359.443,24.

Tuttavia, posto che il mandato conferitomi riguarda la stima del valore della quota di partecipazione del 30,30% detenuta dalla società ██████████ nel capitale sociale della società Rexenergy S.r.l., si ritiene congruo applicare uno sconto di minoranza pari al 10% che tenga conto del fatto che l'oggetto del mandato riguarda la valutazione di una partecipazione non totalitaria né maggioritaria.

Tutto ciò premesso, la quota di partecipazione del 30,30% del capitale sociale della società Rexenergy S.r.l. detenuta dalla società ██████████ è stimata in complessivi € 98.020,17, arrotondati in **€ 98.000,00**.

Brescia, 14 settembre 2020.

Il Perito Estimatore

(Dott. Fabrizio Felter)

