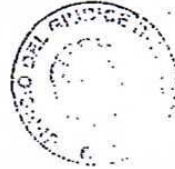


Allegato "D" _____
al rep. n. 8353
e racc. n. 4235



RELAZIONE DI STIMA

ai sensi dell'art. 2465 c.c.

PER IL CONFERIMENTO DELL'INTERA PARTECIPAZIONE NELLA SOCIETA' BIOWATER
SRL DETENUTA DALLE SOCIETA' ENERGETIC SRL E AREA SVILUPPO SRL

*Veneranda
Presidenza*

Salvo Rossi

Uberto



dott. Francesco Acquaro

Perizia di stima partecipazione in Biopower S.r.l.

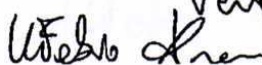

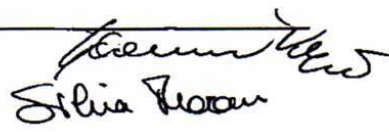
RELAZIONE DI STIMA AI SENSI DELL'ART. 2465 C.C.

Io sottoscritto Francesco Acquaro nato a Benevento il 13/11/1958, domiciliato in Caserta alla via San Josè Maria Escrivà n. 2, iscritto al Registro dei Revisori Contabili al n. 187 e all'Albo dei Dottori Commercialisti di Caserta al n. 176, essendo stato incaricato dalle Società Energethic S.r.l. , con sede in Roma, via Boncompagni 93 - C.F. e P. Iva n. 08072891008 e Area Sviluppo S.r.l. con sede in Caserta (CE) - C.F. e P. Iva n. 03075050611, di redigere la relazione di stima prevista dall'art. 2465 c.c. per il conferimento, da parte delle medesime società (di seguito anche conferenti) nella Biopower Italia S.r.l. (di seguito anche "conferitaria) dell'intero valore della partecipazione detenuta dalle conferenti nella Biopower S.r.l. espone quanto in appresso.

Indice

1. Premessa.
 - 1.1 Oggetto e finalità dell'incarico
 - 1.2 Approccio richiesto all'esperto estimatore
 - 1.3 Considerazioni preliminari in ordine alla partecipazione oggetto di conferimento
 - 1.4 Il settore di attività della partecipata: il mercato elettrico
 - 1.4.1 Il ruolo delle Regioni nel governo del sistema energetico
 - 1.4.2 I Piani Energetico-Ambientali Regionali
 - 1.4.3 Tecnologie per lo sfruttamento dell'energia da biomassa
2. I metodi di valutazione e la loro scelta.
 - 2.3 Breve disamina dei metodi valutativi
 - 2.3.1. Il metodo patrimoniale semplice
 - 2.3.2. Il metodo patrimoniale complesso
 - 2.3.3. Il metodo patrimoniale reddituale
 - 2.3.4. Il metodo misto con stima autonoma dell'avviamento
 - 2.3.5. Il metodo misto con valutazione controllata delle immobilizzazioni
 - 2.3.6. Il metodo misto EVA



dott. Francesco Acquaro

Perizia di stima partecipazione in Biopower S.r.l.

2.3.7. Il metodo Discounted Cash Flow

2.3.8. I metodi dei multipli

2.3.9 Considerazione in ordine alla applicabilità dei metodi sintetici nelle valutazioni di azienda di cui all'art. 2343 cod. civ.

3. Svolgimento dell'incarico**4. La realtà oggetto della valutazione****5. La valutazione della partecipazione****6. Conclusioni****1. PREMESSA****1.1. Oggetto e finalità dell'incarico**

L'incarico ha per scopo l'individuazione, la descrizione e la valutazione del valore dell'intera quota del capitale sociale della società Biopower S.r.l., detenuta in parti uguali (50%) dalle società Energetic S.r.l. e Area Sviluppo S.r.l., in vista del conferimento da parte di entrambe le società della suddetta quota nella Biopower Italia S.r.l., società con sede in Roma Via dell'Oceano Pacifico 11, capitale sociale euro 10.000,00 interamente versato, codice fiscale e numero di iscrizione presso il Registro delle Imprese di Roma 09707461001.

In particolare, il sottoscritto estimatore è stato informato dalle società conferenti che esse intendono deliberare l'aumento nominale del capitale sociale fino a complessivi euro 4.500.000,00 asserviti al conferimento.

Come anzi detto, all'esperto estimatore è richiesta l'individuazione del bene i.e. la "partecipazione" oggetto di conferimento, la sua descrizione e l'indicazione del valore ad essa attribuita e dei criteri di valutazione adottati, nonché l'attestazione che il valore assegnato dall'esperto estimatore è almeno pari a quello attribuito ai fini della determinazione dell'aumento del capitale sociale che la conferente intende sottoscrivere.

U. Febbo



Francesco Acquaro

Silvio Borace

dott. Francesco Acquaro

Perizia di stima partecipazione in Biopower S.r.l.

L'esperto estimatore prende atto che le società conferenti detengono il 100% del capitale sociale della conferitaria e pertanto l'operazione di conferimento in questione non comporta, di fatto, alcuna esclusione o limitazione del diritto di opzione.

1.2. Approccio richiesto all'esperto estimatore


Nell'affrontare una valutazione, l'esperto estimatore è chiamato in primo luogo ad individuare le finalità che tale valutazione intende perseguire. Egli deve scegliere, tra le diverse soluzioni metodologiche di valutazione, quella che meglio delle altre:


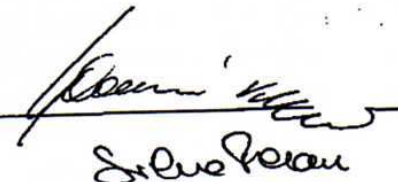
- 1 Consenta di raggiungere lo scopo della valutazione (ad es: perizia per la cessione/acquisizione; relazione di stima in occasione di conferimenti in natura; parere di congruità del rapporto di cambio in caso di fusioni, ecc.)
- 2 Si attagli alla realtà specifica del bene azienda oggetto della valutazione (in particolare: settore di attività, tipologia dell'azienda, ecc.)

A tal riguardo, il sottoscritto estimatore rileva che la relazione di stima è – in linea di principio – volta a tutelare opposti interessi:

- 1 L'interesse dei creditori della società conferitaria e dei terzi ed, in particolare, l'interesse ad "evitare un annacquamento del capitale sociale con conseguente occulta restrizione delle garanzie sulle quali possono fare affidamento i terzi" (Sipala, *le valutazioni delle aziende*, Milano, 1994, 30 ss.)
- 2 L'interesse degli altri soci della società conferitaria, laddove esistenti;
- 3 L'interesse del conferente di non subire un ingiustificato deprezzamento di quanto egli conferisce e conseguentemente del valore della sua partecipazione nella conferitaria (*Parisi, il controllo della valutazione dei conferimenti in natura*, in *Riv.Dott.Comm.* 1998, 811 e 817). Diversa è l'ipotesi di un conferimento eseguito – come nel caso di specie – in una società già interamente posseduta dal soggetto conferente. In tal caso l'esigenza di tutela del soggetto conferente, risulta attenuata rispetto alla esigenza di tutela dei creditori della società conferitaria e dei terzi in genere, non incidendo comunque l'operazione sul valore effettivo della quota di partecipazione nella conferitaria.

L'esperto estimatore, pertanto, "non potrà trascurare che la valutazione del conferimento dovrà soddisfare interessi tra loro divergenti (...). In questa fase risulta quindi essenziale tendere ad individuare un valore "obiettivo" che prescindia dalla considerazione degli interessi in causa" (*Parisi, op. cit.* 1998, 805 ss.)



 U. Felio 


 Silvio Peraro

dott. Francesco Acquaro

Perizia di stima partecipazione in Biopower S.r.l.

Nel caso previsto dagli artt. 2343 e 2465 cod. civ. , si tratta di pervenire ad una valutazione quanto più possibile astratta (o stand-alone), nel senso che prescindendo da interessi particolari, razionale, nel caso che vi si pervenga attraverso uno schema logico, chiaro e condivisibile, obiettiva, nel senso che sia dimostrabile, stabile, nel senso che non dipenda da elementi rapidamente mutevoli.

In pratica, l'esperto estimatore, nella scelta metodologica:

- a) Deve privilegiare i criteri che conducano a risultati quanto più possibile oggettivi, considerando l'azienda in modo indipendente dal soggetto che risulta titolare della stessa, nell'ottica della continuità dell'esercizio dell'impresa.
- b) Non deve fondarsi su criteri che determinino il valore dell'azienda meramente *in funzione* di scelte soggettive degli "organi" della società conferente o della società conferitaria (così, G. Brugger, *La valutazione economica delle aziende, in Finanza, Marketing e Produzione*, 1985, 65);
- c) Deve in ogni caso, tenere conto della funzione di garanzia connessa alla valutazione ex artt. 2343 e 2465 c.c.

Nella scelta dei metodi di valutazione, nella definizione dei processi di calcolo e nell'assunzione delle singole grandezze (dati, tassi, fattori di rischio e quant'altro) l'esperto di cui agli artt. 2343 e 2465 c.c. deve avere un approccio orientato al perseguimento dell'oggettività del giudizio, nel rispetto di un'imprescindibile prudenza valutativa.

1.3 Considerazioni preliminari in ordine alla partecipazione oggetto di conferimento

Oggetto del conferimento nella Biopower Italia S.r.l. è l'intera quota di partecipazione detenuta in parti uguali (50%) dalle società Energethic S.r.l. e Area Sviluppo S.r.l. nella Biopower S.r.l. che, come risulta dalla visura camerale e dal Libro Soci della medesima società, sono pari al 100% del capitale sociale.

La Biopower S.r.l. (società con sede in Caserta Via San Carlo n. 157, capitale sociale euro 10.000,00 interamente versato, codice fiscale e numero di iscrizione presso il Registro delle Imprese di Caserta n. 03280080619) è stata costituita il 28 settembre 2006 per atto del Notaio Fabio Provitera di Caserta (rep. N. 7351 - raccolta n. 3537) con capitale sociale pari ad € 10.000,00 (diecimila/00).

L'attuale oggetto sociale della Biopower S.r.l. è il seguente:

"attività di supporto alla progettazione, la realizzazione e gestione di centrali di produzione di energia elettrica e termica da fonti rinnovabili, assimilate e convenzionali"



 U. Ferro
 Silvia

dott. Francesco Acquaro

Perizia di stima partecipazione in Biopower S.r.l.

* attività di supporto alla progettazione, la realizzazione e gestione di reti private di distribuzione dell'energia elettrica e termica;

* la vendita di energia termica ed elettrica nel rispetto degli obblighi contenuti nel Decreto Legislativo 16 marzo 1999 n. 79;

* attività di supporto all'individuazione, definizione, realizzazione e gestione di interventi di risparmio e razionalizzazione energetica;

- attività di supporto all'effettuazione di analisi energetiche e di producibilità;

- la commercializzazione di titoli verdi (certificati verdi) e titoli di efficienza energetica (certificati bianchi);

- il trading di biomasse e combustibili solidi assimilabili a biomasse;

* la fornitura di servizi energetici qualificati, attività di supporto alla consulenza tecnica e finanziaria, piani di efficienza e risparmio in FTT, assistenza per il risparmio energetico, introduzione di nuovi vettori energetici, attività di supporto alla progettazione, realizzazione e manutenzione di impianti; attività di supporto alla consulenza, assistenza ed offerta di servizi di trasferimento tecnologico, di realizzazione di nuove tecnologie e nuovi processi produttivi.

I soci convengono espressamente che le attività sociali saranno esercitate nel rispetto delle leggi vigenti in materia e, pertanto, resta fermo che le eventuali attività professionali saranno svolte direttamente, esclusivamente ed autonomamente da singoli professionisti regolarmente abilitati a seconda dei casi e sotto la loro personale responsabilità, mentre la società si propone solo la predisposizione dei mezzi necessari per lo svolgimento di dette attività.

Tutte le attività saranno svolte nel pieno rispetto di tutta la normativa e dei regolamenti vigenti.

La Società, per il raggiungimento dell'oggetto sociale, potrà compiere tutte le operazioni commerciali, industriali ed immobiliari ed inoltre potrà compiere, in via non prevalente e del tutto accessoria e strumentale e comunque con espressa esclusione di qualsiasi attività svolta nei confronti del pubblico, operazioni finanziarie e mobiliari, concedere fidejussioni, avalli, cauzioni, garanzie anche a favore di terzi, nonché assumere, solo a scopo di stabile investimento e non di collocamento, sia direttamente che indirettamente, partecipazioni in società italiane ed estere aventi oggetto analogo, affine o connesso al proprio.

La Società intende avvalersi di tutte le agevolazioni di natura fiscale, finanziaria e creditizia emanate o emanande a carattere regionale, nazionale e comunitario".

Attualmente la Società è gestita da un Consiglio di Amministrazione composto di n. 3 membri nominati nell'atto costitutivo della società per un triennio.

U. Weber



Stefano Torani

1.4 Il settore di attività della partecipata: il mercato elettrico

L'Energia è materia a legislazione concorrente Stato-Regioni; con il Decreto 112/98, il Sistema Energetico Nazionale è governato dalle competenze centrali dello Stato e dalle competenze delle Regioni che, in questi ultimi anni, hanno assunto nuove e impegnative responsabilità nell'attuazione dei processi di decentramento.

Quasi tutte le Regioni hanno predisposto, e in gran parte attuato, i Piani Energetici Ambientali con l'obiettivo di determinare le condizioni più favorevoli di incontro della domanda e dell'offerta di energia avendo come obiettivi l'efficienza energetica e l'impiego delle fonti rinnovabili disponibili e più convenienti, attraverso il ricorso a tecnologie innovative di produzione energetica, per elevare la qualità dei servizi energetici a rete sul proprio territorio, talvolta anche promuovendo la sperimentazione di sistemi locali di produzione-consumo.

In questi stessi anni ha assunto poi sempre più rilievo la valenza ambientale delle politiche energetiche e la stretta relazione esistente tra le modalità di utilizzo delle risorse energetiche ed il valore complessivo di emissioni climalteranti che si determinano. A questo riguardo le Regioni hanno saputo tradurre gli obiettivi nazionali di contenimento delle emissioni di CO2 in indirizzi di Piano Energetico (che per questo motivo è divenuto energetico-ambientale) evidenziando entità ed efficacia ambientale delle varie opzioni e scelte tecnologiche previste negli scenari di Piano.

Le direttive europee sulla liberalizzazione dei mercati dell'energia (gas ed energia elettrica) e le incertezze sugli approvvigionamenti internazionali, unite alle carenze infrastrutturali italiane hanno poi riportato fortemente in primo piano l'esigenza primaria di garantire adeguati servizi energetici a rete all'intero sistema Paese ed a tal fine favorire il formarsi di un sistema produttivo nazionale complessivamente competitivo. Da segnalare che le ultime iniziative legislative ed i pareri espressi su queste dalle Regioni attraverso la Conferenza Unificata sembrano avviare una nuova fase di "cooperazione" caratterizzata da una maggiore definizione e precisazione puntuale delle linee di indirizzo da parte dello Stato associata però ad una "intesa" da realizzare con le Regioni.

1.4.1 Il ruolo delle Regioni nel governo del sistema energetico

Il processo di decentramento nella politica energetica era già stato avviato con la legge 10/91 che assegnava alle Regioni il compito di predisporre i Piani Energetici Regionali,




 Ugo
 Silvio Piccini

dott. Francesco Acquaro

Perizia di stima partecipazione in Biopower S.r.l.

per indirizzare il sistema di incentivi di propria competenza alle iniziative volte alla riduzione del consumo di energia e alla valorizzazione delle fonti rinnovabili.

Con la Legge 15 marzo 1997, n. 59 (legge Bassanini), che prevedeva il conferimento alle Regioni e agli Enti locali, nell'osservanza del principio di sussidiarietà, di tutte le funzioni e i compiti amministrativi relativi allo sviluppo delle rispettive comunità, nel settore dell'energia risultano conservati alla competenza statale unicamente i compiti di "rilievo nazionale".

Con il Decreto Legislativo 31 marzo 1998, n. 112 (attuazione della legge 59/97), gli art. 29 e 30 hanno precisato le competenze di Regioni e degli Enti Locali in materia di energia tra cui anche alcune procedure come l'autorizzazione delle reti elettriche con tensione uguale o inferiore a 150 kV; l'autorizzazione per la costruzione e l'esercizio di impianti di produzione di energia elettrica da fonti rinnovabili e da rifiuti, nonché da fonti convenzionali con potenza inferiore a 300 MWt.

Tutte le Regioni italiane hanno emanato le loro leggi regionali in materia energetica; nelle leggi regionali sono definiti i compiti regionali, provinciali e locali, provvedendo ad ampliare le responsabilità e le capacità decisionali presso le amministrazioni del territorio.

Le Leggi regionali sono impostate tenendo conto degli indirizzi della politica energetica nazionale e di quella dell'Unione Europea, con la finalità di promuovere lo sviluppo sostenibile.

I principali obiettivi previsti riguardano il risparmio e l'efficienza energetica, lo sviluppo delle fonti rinnovabili, la riduzione delle emissioni inquinanti, la promozione delle attività di ricerca applicata, l'innovazione ed il trasferimento tecnologico per sistemi ad alta efficienza energetica.

Particolare riguardo è dato alla tutela dei consumatori, con il proponimento di agire anche dal lato della domanda. L'esercizio delle funzioni regionali è regolato da una parte con gli Enti Locali e, dall'altra, con le disposizioni nazionali.

Tra le funzioni principali che la Regione esercita vi è quella di definizione, approvazione e attuazione del Piano Energetico Ambientale Regionale (PEAR) e del suo aggiornamento alla luce dei risultati ottenuti. Inoltre le Regioni prestano attenzione allo sviluppo ed alla qualificazione dei servizi energetici di interesse regionale, alle procedure delle autorizzazioni, d'intesa con gli Enti Locali interessati, alla costruzione e all'esercizio degli impianti di produzione di energia di potenza superiore ai 50 MW termici alimentati da fonti convenzionali e rinnovabili, da esercitarsi nel rispetto delle competenze riservate allo Stato dalle disposizioni legislative vigenti.

La necessaria regolazione dei mercati è competenza statale, la pianificazione

Veronica
 W. Febro

 P. Ruffini
 S. Lisciani

dott. Francesco Acquaro

Perizia di stima partecipazione in Biopower S.r.l.

energetica si realizza attraverso linee di indirizzo a livello nazionale concertate d'intesa con le Regioni (Piano di Indirizzi Energetico Nazionale) che si articolano in Piani Regionali elaborati allo scopo di fornire linee di fattibilità, strumenti e risorse individuate a livello locale tenuto conto delle specificità dei vari sistemi produttivi e delle compatibilità territoriali.

1.4.2. I Piani Energetico-Ambientali Regionali

Il Piano Energetico Regionale (PEAR) costituisce il quadro di riferimento per i soggetti pubblici e privati che assumono iniziative in campo energetico nel territorio di riferimento.

Esso contiene gli indirizzi, gli obiettivi strategici a lungo, medio e breve termine, le indicazioni concrete, gli strumenti disponibili, i riferimenti legislativi e normativi, le opportunità finanziarie, i vincoli, gli obblighi e i diritti per i soggetti economici operatori di settore, per i grandi consumatori e per l'utenza diffusa.

La programmazione energetica regionale va attuata anche per "regolare" ed indirizzare la realizzazione degli interventi determinati principalmente dal mercato libero dell'energia. La pianificazione energetica si accompagna a quella ambientale per gli effetti diretti ed indiretti che produzione, trasformazione, trasporto e consumi finali delle varie fonti tradizionali di energia producono sull'ambiente.

Relativamente all'offerta nel Piano sono rappresentate e valutate le possibili soluzioni, da quelle tradizionali a quelle basate sulle fonti alternative e rinnovabili, con attenzione agli aspetti di disponibilità nel territorio, di economicità, di potenzialità per lo sviluppo di specifiche industrie locali e di impatto ambientale sia per l'assetto del territorio sia per le emissioni.

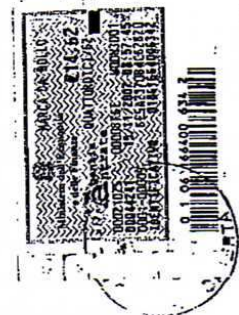
La definizione, la stesura e l'attuazione del Piano Energetico-Ambientale è di totale dominio dell'Amministrazione regionale. Ogni Amministrazione, pertanto, può adottare le soluzioni che più ritiene adatte alle proprie caratteristiche politiche, territoriali, economiche, sociali, energetiche ed ambientali. Il Piano è innanzitutto un atto "politico", il cui corpo centrale è costituito dalle scelte strategiche che vengono operate dalla Regione. Anche l'istruttoria tecnica può seguire strade e metodologie diverse per arrivare a definire un Piano, anche se è opportuno omogeneizzare i criteri generali per effettuare le scelte ed avere specifiche unitarie e riconoscibili per la valutazione dei singoli progetti.

Francesco Acquaro
Stefano Paoletti
Ugo  *Stefano Paoletti*

... ..

... ..

... ..



1.4.3. Tecnologie per lo sfruttamento dell'energia da biomassa

Con il termine biomassa, si intende la materia di origine biologica in forma non fossile e, quindi, oltre alle biomassa di origine forestale e ai residui della lavorazione del legno, il termine include le "colture energetiche" (specie vegetali che vengono espressamente coltivate per essere destinate alla produzione di energia), i residui agricoli, gli scarti di lavorazione e gli effluenti delle industrie agroalimentari, le deiezioni animali, la frazione organica dei rifiuti solidi urbani (RSU), i rifiuti domestici in raccolta differenziata, i reflui civili.

I principali settori di utenza per le biomasse sono, nell'ordine, il riscaldamento domestico, la produzione di calore di processo, la produzione di energia elettrica in impianti centralizzati (a partire da residui agroindustriali, rifiuti solidi urbani e biogas) e la produzione di biocarburanti liquidi, che rappresentano l'unica fonte rinnovabile in grado di sostituire direttamente benzina e gasolio.

Dal punto di vista tecnologico e industriale i processi maturi per la valorizzazione energetica della biomassa utilizzati in dimensioni significative in Italia sono:

- la combustione diretta della biomassa tal quale;
- la produzione di biogas da fermentazione anaerobica di reflui zootecnici, civili o agroindustriali.
- la trasformazione in biocombustibili liquidi.

La combustione diretta

In Italia, la combustione diretta della biomassa viene impiegata sia per la produzione di calore (usi residenziali e industriali), sia per la produzione di energia elettrica.

Per quanto riguarda il calore, a seconda delle taglie, si utilizzano tecnologie di tipo diverso. Per gli usi per il riscaldamento residenziale, stimati tra i 3 e i 6 Mtep si passa da stufe e termocamini (10-15 kW), alle caldaie domestiche (20-150 kW) fino alle caldaie industriali o per il teleriscaldamento (decine di MW).

Oltre la taglia un altro parametro vincolante della tecnologia è costituito dalla pezzatura del combustibile: la legna da ardere a pezzi si utilizza in stufe, camini e piccole caldaie, la legna sminuzzata (cippato) in caldaie a griglia mobile ad alimentazione meccanica, mentre il legno polverizzato, essiccato e ricompattato in pastiglie (pellet), è valorizzato in stufe e caldaie ad alto grado di automazione.



Handwritten signatures and names: U. Esposito, F. Acquaro, and S. F. F. (likely S. F. F. F. F.).

dott. Francesco Acquaro

Perizia di stima partecipazione in Biopower S.r.l.

Poiché la combustione dei biocombustibili è un processo molto complesso che passa attraverso diverse fasi (essiccazione, pirolisi, gassificazione e ossidazione) che si susseguono nel tempo e nello spazio e dipendono fortemente dalla pezzatura e dall'umidità del materiale, il progresso tecnologico dei dispositivi di combustione si è rivolto alla ricerca di soluzioni costruttive che garantissero anche ai piccoli impianti prestazioni accettabili sia energeticamente (alti rendimenti termici) che ambientalmente (basse emissioni).

In particolare sono stati sviluppati sistemi a fiamma rovescia per le caldaie a pezzi con immissione di aria secondaria e camera di post-combustione, applicazione della sonda lambda (che misura on-line il contenuto di ossigeno nei gas di combustione) per la regolazione indipendente dell'aria primaria e secondaria e sistemi integrati edificio-impianto per regolarizzare il processo e ridurre i transitori di combustione.

La produzione di elettricità da combustione diretta delle biomasse, sia componente biogenica degli RSU che colture e residui agroindustriali, si è attestata nel 2005 a circa 5 TWhe di cui 3,3 TWhe in cogenerazione. Le tecnologie principali utilizzate a questo scopo si basano su cicli Rankine a vapore con caldaie a griglia mobile e sistemi di abbattimento dei fumi. Le potenze installate si attestano in genere intorno ai 10 MW per limitare le problematiche di approvvigionamento del materiale; i rendimenti elettrici di generazione sono limitati e si attestano intorno il 18-20%.

Per gli impianti molto piccoli (1-2 MW) è stata sviluppata la tecnologia del ciclo Rankine a fluido organico che, non richiedendo la presenza continua di personale specializzato per la conduzione, ha il vantaggio di avere bassi costi di esercizio anche se con rendimenti elettrici del 15-18%. Per potenze elettriche ancora minori (da 1 a 10 kW) sono in sviluppo impianti a ciclo *Stirling* nel quale il fluido termico è scaldato esternamente dalla caldaia a biomassa.

Potenziale di sviluppo e barriere alla diffusione della tecnologia in Italia

La biomassa, grazie alla possibilità di essere accumulata, può essere considerata una fonte energetica del tutto programmabile, a differenza dell'eolico e del solare.

Tuttavia le potenzialità di sfruttamento di questa importante fonte di energia sono legati ai limiti della nostra agricoltura, agli spazi disponibili, alla frammentazione delle proprietà che impediscono di applicare schemi produttivi più efficaci e rendere la biomassa prodotta in Italia competitiva con quella importata.

Per quanto riguarda lo sfruttamento energetico del biogas delle discariche questo si limita alla sola produzione di energia elettrica, mancando utenze calore facilmente



Francesco Acquaro
Roberto Perini

dot. Francesco Acquaro

Perizia di stima partecipazione in Biopower S.r.l.

servibili.

Hanno una maggiore potenzialità gli impianti di digestione anaerobica alimentati sia da liquami zootecnici, che da altri materiali vegetali di scarto e dalla frazione organica dei rifiuti urbani, localizzati vicino a possibili utenze del calore recuperato dai motori operanti in configurazione cogenerativa.

L'interesse economico di questi impianti è legato da una parte al servizio di trattamento dei rifiuti agricoli ed agroindustriali che essi svolgono, dall'altro ai minori costi specifici di impianto e gestione rispetto alla realizzazione di un piccolo impianto per i soli reflui zootecnici.

Per quanto riguarda la produzione elettrica per combustione diretta, gli impianti, per problematiche legate alla reperibilità dei combustibili, hanno dimensioni relativamente piccole (10-40 MW) e conseguentemente rendimenti elettrici minori (18-20%) rispetto alle centrali termoelettriche tradizionali. La barriera è quindi economica, costituita dalla disponibilità del materiale da ardere a basso costo e dai dubbi di incentivare tale fonte qualora si dovesse contare prevalentemente su materiale importato per incapacità o impossibilità di sviluppare filiere produttive nazionali. Quanto all'uso delle biomasse per produzione di calore, in Italia il riscaldamento nel settore civile è tassato con accise molto più elevate che negli altri paesi, ne consegue che dal punto di vista economico l'Italia è il Paese con il maggior interesse ad introdurre le biomasse nel riscaldamento civile.

Gli operatori del settore

La struttura produttiva elettrica nazionale (Fonte: Rapporto ENEA sull'Energia del 2006) aveva registrato nel 2005 una riduzione della concentrazione di mercato.

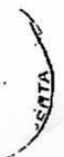
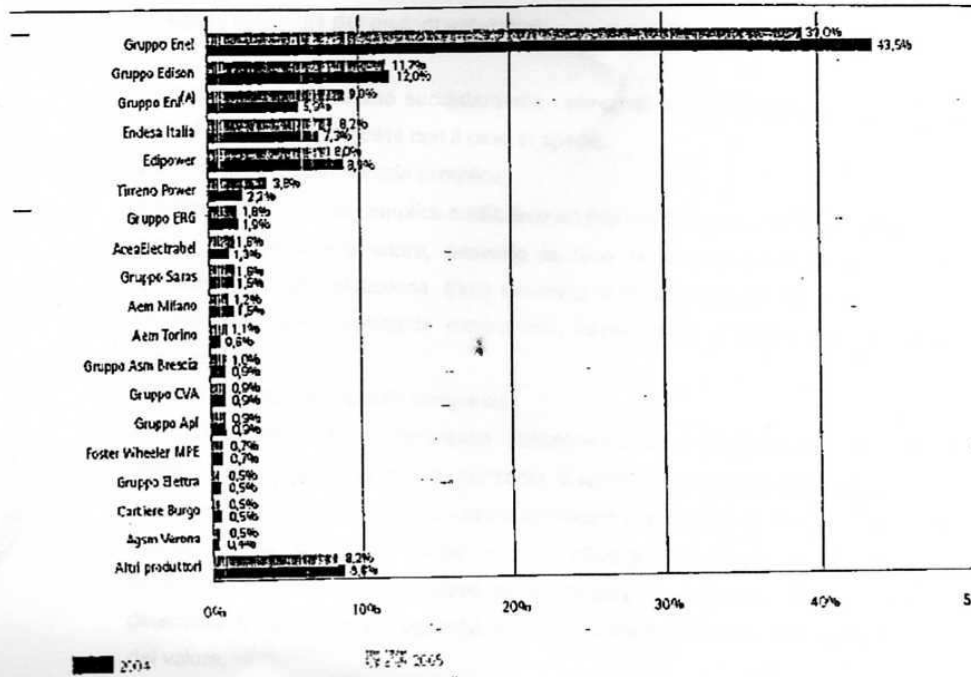
Come si può vedere dalla figura sottostante la quota di mercato del gruppo Enel si è ridotta di circa 4,5 punti percentuali, a favore di alcuni fra gli altri produttori maggiori, quali Eni, Endesa Italia, Tirreno Power e AEM Torino. Pertanto il mercato è da qualche anno aperto anche ad operatori diversi da quelli più tradizionali che hanno rappresentato per decenni un vero e proprio oligopolio dell'energia e proprio in questo contesto Energetic S.r.l. può assumere un ruolo circoscritto ma importante nello scenario dell'evoluzione del mercato energetico italiano per gli anni a venire.

Contributo percentuale dei principali operatori alla produzione nazionale lorda.
Anni 2004-2005 (Fonte: Rapporto ENEA sull'Energia, 2006)



U. E. Acquaro

Silvio Pagan



Verifica
Uff. 2005



[Handwritten signature]
S. B. ...

2. Breve disamina dei metodi valutativi

In appresso si esaminano succintamente i principali metodi di valutazione al fine di individuarne la compatibilità con il caso di specie.

2.3.1. Il metodo patrimoniale semplice.

Il metodo patrimoniale semplice costituisce un passaggio valutativo imprescindibile da parte dell'esperto estimatore, essendo la fase comunque prodromica e talvolta essenziale di ogni valutazione. Esso consente la ripartizione del valore complessivo dell'azienda nelle sue singole componenti, intese come elementi dell'attivo e del passivo.

2.3.2. Il metodo patrimoniale complesso.

Il metodo patrimoniale complesso rappresenta una integrazione del metodo patrimoniale semplice, in quanto consente di attribuire un valore separato anche ai beni intangibili. Esso assume particolare significato in presenza di ingenti valori di beni immateriali, la cui stima possa essere effettuata autonomamente, attraverso moltiplicatori di mercato o processi simili¹, oppure in presenza della necessità di determinare, con riferimenti oggettivi, il concorso dei beni intangibili nella formazione del valore.

2.3.3. Il metodo reddituale.

Utilizzando il metodo reddituale puro, il valore di un'azienda è determinato unicamente in funzione dei redditi che, in base alle attese, essa sarà in grado di produrre.

Tale metodo è indicato per aziende operanti "a regime"², senza particolari problemi finanziari, cioè aziende che sfruttano adeguatamente la loro capacità produttiva.

Eventuali beni estranei al processo produttivo debbono ovviamente essere separatamente valutati mediante metodi appropriati.

A seconda delle prospettive future e dei dati di cui si dispone, i metodi reddituali possono trovare applicazione secondo tre modalità di calcolo differenti che sono sintetizzate come segue:

- a) attualizzazione del reddito medio normale atteso. Tale processo corrisponde all'ipotesi di durata indefinita nel tempo del reddito atteso e si traduce in una formula valutativa che corrisponde al valore attuale di una rendita perpetua;
- b) attualizzazione del reddito medio normale atteso per un periodo definito di anni.

¹ Cfr. GUATRI, *op. cit.*, p. 291, secondo il quale "il metodo R/R ne è l'esempio tipico".

² E più precisamente per le aziende "in condizioni di equilibrio economico stabile e duratura" (MASSARO, *Finanza aziendale. Valutazione*, Milano, 1998, p. 265)

Francesco Acquaro
Silvio Coraci




Essa poggia sull'ipotesi di una durata limitata nel tempo del reddito e si traduce in una formula valutativa che corrisponde al valore attuale di una rendita annua posticipata di una durata pari ad un numero limitato di anni;

c) attualizzazione dei redditi analiticamente previsti per un certo numero di anni completata dalla determinazione di un valore terminale stimato sulla base del reddito atteso al termine del periodo oggetto di previsione analitica. Si tratta, in sostanza, di un criterio di stima composito rispetto a quelli in precedenza indicati.

2.3.4. Il metodo misto con stima autonoma dell'avviamento.

Il metodo in questione si fonda sul presupposto che il reddito prospettico comprenda una quota di sovrareddito (o sottoreddito) destinata a venire meno nel tempo.

2.3.5. Il metodo misto con valutazione controllata delle immobilizzazioni.

Tale metodo è particolarmente indicato per la valutazione di aziende in difficoltà o appartenenti a settori in crisi per le quali il rinnovo degli impianti non è conveniente. In queste condizioni, l'investitore si pone, infatti, quale limite temporale di sfruttamento, quello della vita utile degli impianti, inteso come il momento a partire dal quale gli stessi - non presentando più alcuna utilità - perdono ogni significativo valore. Si tratta di un metodo compatibile solo con le realtà aziendali che non sono in grado di ripristinare un'adeguata redditività.

2.3.6. Il metodo misto EVA.

Tale metodo (EVA - *Economic Value Added*) nasce come criterio di determinazione delle performance aziendali e conseguentemente è applicato anche come criterio di valutazione. Viene utilizzato per quantificare l'entità del valore che l'azienda crea per gli azionisti.

Esso misura il sovrareddito che l'impresa produce nello svolgimento dell'attività operativa al netto della congrua remunerazione del capitale di debito e di quello di rischio. Si tratta di un metodo particolarmente indicato per valutare le aziende che presentano tassi di crescita assai sostenuti³.

2.3.7. Il metodo Discounted Cash Flow.

Il metodo che, più di ogni altro, è in grado di attribuire un valore a qualsiasi iniziativa indipendentemente dalle sue caratteristiche è quello finanziario. E', infatti, indubbio che il valore effettivo di una impresa (in qualsiasi settore essa operi) corrisponde sempre ai flussi di cassa che questa genererà in futuro per i suoi azionisti e lo strumento di misurazione è costituito dalla attualizzazione di tali flussi di cassa (con

³ MASSARI, op. cit., 274

127
11

15

Verifica
U. Fabio
S. Silvio



Stamperia

dott. Francesco Acquaro

Perizia di stima partecipazione in Biopower S.r.l.

terminologia anglosassone il *Discounted Cash Flow* o DCF).

Se questo è innegabile, è altrettanto vero che l'affidabilità delle stime circa la misura ed il tempo in cui le risorse finanziarie si genereranno e si libereranno deve nella pratica fare i conti con la difficoltà di previsione dei flussi finanziari. Il che restringe significativamente l'ambito di applicazione quale metodo di base ai soli casi in cui la previsione dei flussi finanziari presenti una sufficiente affidabilità.

La formula che esprime il valore risultante dal *Discounted Cash Flow* è la seguente:

$$W = f(\text{flussi})$$

ove:

W = valore della azienda

flussi = valore, puntuale o medio, dei flussi attesi di cassa o di reddito

Il momento di maggiore criticità è costituito dalla difficoltà propria della determinazione dei flussi attesi in un arco temporale necessariamente ampio; al punto che l'affidabilità del modello è strettamente correlata al grado di obiettività e di coerenza nella stima degli elementi utilizzati per la costruzione dei flussi.

2.3.8. I metodi dei multipli.

Nella valutazione delle realtà aziendali è anche frequente il ricorso ai moltiplicatori e cioè al rapporto tra la capitalizzazione borsistica di analoghe società concorrenti e parametri diversi, quali, a seconda dei casi, l'utile netto, l'EBIT, l'EBITDA, il fatturato, ecc.

La ragione del ricorso a tali metodi poggia su processi comparativi dell'azienda con i valori riconosciuti dal mercato per realtà affini. Il suo momento critico risiede nella elevata volatilità dei risultati che ne derivano, conseguenza dell'ampio range di oscillazione dei corsi di borsa, e tale volatilità mal si concilia con la sopra rilevata esigenza di stabilità

propria della valutazione in oggetto⁴.

Il che peraltro consente l'impiego di tale metodo quale metodo di controllo.

2.3.9. Considerazioni in ordine alla applicabilità dei metodi sintetici nelle valutazioni di azienda di cui all'art. 2343 cod. civ.

I metodi sintetici (quali, ad esempio, il metodo reddituale, il metodo DCF) e quelli empirici (i metodi dei multipli) si differenziano dai metodi analitici, in quanto tendono a determinare il valore del bene azienda attribuendo allo stesso un valore unitario,

⁴ In argomento GUATRI-BINI, *I moltiplicatori nella valutazione delle aziende*, Milano, 2002.

Verifica

 Uff. Esco
 Paolo Veri
 Silvio Bion

dott. Francesco Acquaro

Perizia di stima partecipazione in Biopower S.r.l.

prescindendo da quello dei singoli elementi che lo compongono.

Con riferimento a realtà aziendali, il ricorso ai metodi sintetici costituisce spesso un utile, e talvolta l'unico, strumento per la determinazione dei valori immateriali, nonché per verificare che il valore d'uso dei beni non sia nel complesso inferiore al loro valore corrente (dal che emergerebbe un avviamento negativo o *badwill*)⁵.

Circa la necessità di ricorrere, laddove possibile, ai metodi sintetici si è osservato da parte di autorevole dottrina:

- con riferimento all'avviamento positivo: *"il valore economico dell'azienda scaturisce dalla congiunta considerazione sia dell'elemento patrimoniale, sia di quello reddituale, ed è quest'ultimo ... a dare fondamento economico al valore complessivo ottenuto, soprattutto se in esso sono stati compresi valori di beni immateriali"* (L. POTITO, *I bilanci straordinari*, Torino, 1993, p. 34);

- occorre verificare che l'adozione di metodi sintetici non conduca ad un valore inferiore rispetto a quello cui si perviene attraverso i metodi analitici, circostanza che rivelerebbe la presenza di un avviamento negativo. Infatti, *"in base al principio generale che la sola stima patrimoniale non soddisfa al requisito della razionalità nella valutazione di aziende, si impone in ogni caso una verifica reddituale dei valori analiticamente determinati"* (L. GUATRI, *Trattato sulla valutazione delle aziende*, Milano, 1998, p. 364). In altre parole, il valore corrente attribuito ai beni iscritti all'attivo deve essere rivisto in funzione della loro capacità di produrre reddito¹⁸ (SIPALA, *La valutazione delle aziende*, Milano, 1994, p. 30 ss.);

- la valutazione del bene azienda ai fini del suo conferimento *"dovrà essere unitaria, tenere conto cioè del valore dell'azienda nel suo complesso e con riferimento allo scopo*

produttivo di essa, non invece del valore dei singoli beni" (MASSAMORBILE *I conferimenti nelle società per azioni*, Milano, 1994, p. 67).

Non va, infine, sottaciuto che la possibilità di ricorrere a metodi di valutazione sintetici pare ora implicitamente rafforzata dal disposto dell'art. 2343 c.c. che, nella sua nuova formulazione risultante dal D. Lgs. 17 gennaio 2003, n. 6 di riforma delle società di capitali, non chiede più l'indicazione del valore attribuito ai singoli beni.

⁵ Ovviamente il ricorso a metodi sintetici ha validità unicamente laddove tali metodi siano compatibili con il settore di attività dell'impresa; al contrario, non potrà farsi ricorso a metodi sintetici di valutazione ad esempio per le imprese immobiliari, laddove l'unico metodo razionalmente applicabile risulta essere quello patrimoniale.



 versato
 U. Ferro
 Giovanni
 Silvio Ferraro

dott. Francesco Acquaro

Perizia di stima partecipazione in Biopower S.r.l.

3. Svolgimento dell'incarico

Nello svolgimento dell'incarico, il sottoscritto ha preso contatti diretti con il Consiglio di Amministrazione della società Biopower S.r.l. ed in special modo con il Presidente ing. Giampiero Tombolillo, il quale ha fornito tutti gli elementi che sono stati presi a base della presente perizia ed ha fornito ed attestato allo scrivente stimatore tutte le informazioni di dettaglio e le valutazioni tecniche circa lo status del progetto e delle iniziative in corso della società Biopower S.r.l., assumendosi la responsabilità della loro veridicità e congruenza.

Dalle informazioni fornite assunte e dall'esame e riscontro della documentazione contabile è emerso quanto segue.

La struttura amministrativo-contabile, le scritture contabili e l'altra documentazione raccolta

La contabilità sociale, tenuta da un consulente esterno, appare ordinata e priva di irregolarità tali da pregiudicare l'attendibilità.

Le scritture vengono eseguite con registrazione cronologica delle operazioni nel libro giornale, mentre le registrazioni ai fini Iva trovano corretta allocazione nei registri previsti dalla relativa normativa. Oltre ai predetti registri, sono stati correttamente tenuti i libri contabili e sociali previsti dalla legge o regolamento.

Sono stati attentamente presi in considerazione tutti i registri riguardanti la contabilità, nonché le schede di mastro, le fatture, i tabulati e tutta la rimanente documentazione contabile rilevando una sostanziale conformità delle scritture contabili ai fatti amministrativi sottostanti.



In conclusione l'insieme delle procedure amministrative e contabili in essere garantiscono un elevato livello di attendibilità dei dati contabili utilizzati nel processo valutativo.

Sintesi dei principali dati patrimoniali ed economici

(valori espressi in euro)

Attività

	30/6/07	31/12/06
Imm. nette		

U. Acquaro

Stefano Foran



dott. Francesco Acquaro

Perizia di stima partecipazione in Biopower S.r.l.

<i>Imm. immateriali</i>	12.800	11.550
<i>Imm. materiali</i>		
<i>Imm. Finanziarie</i>		
Att. Circolante		
<i>Magazzino</i>		
<i>Crediti</i>		
<i>Attività finanziarie</i>	8.154	8.278
<i>Disponib. liquide</i>	28.082	177
<i>Ratei e risconti</i>		
Totale	49.036	20.005

Passività e patrimonio netto

	30/6/07	31/12/06
Netto		
<i>Capitale sociale</i>	10.000	10.000
<i>Riserva legale</i>		
<i>Riserva statutaria</i>		
<i>Altre riserve</i>	318	318
<i>UVPd. Es. prec.</i>	-994	
<i>Utile/perdita</i>	-45.770	-994
Passività		
<i>Fondo Tfr</i>		
<i>Debili</i>	85.482	10.682
<i>Ratei e risconti</i>		
Totale -	49.036	20.005



 Francesco Acquaro

dott. Francesco Acquaro

Perizia di stima partecipazione in Biopower S.r.l.

Conto economico

	31/12/07	31/12/06
Valore della produzione		
Costo della produzione	-45.560	-923
Proventi e oneri finanz.	-210	-71
Rett. valore att. finanz.		
Proventi e oneri straord.		
Imposte d'esercizio		
Utile/perdita d'esercizio	-45.770	-994

L'esame dei dati contabili permette di affermare che sia gli elementi patrimoniali che quelli reddituali della Società, non assumono rilevanza ai fini della presente relazione di stima.

Preciando pertanto dalle caratteristiche proprie della Società lo stimatore perverrà al risultato attraverso l'esame di tutte le altre componenti (contratti, valorizzazione degli intangibile assets, ecc.) che sono di seguito illustrati.

4. La realtà oggetto di valutazione

La Società, attraverso la propria compagine sociale, ha avviato contatti diretti con l'amministrazione locale di Pignataro Maggiore (Caserta) arrivando ad ottenere le concessioni ed autorizzazioni necessarie per la realizzazione di una centrale a biomasse nello stesso Comune.

Per quanto riguarda la produzione da biomasse l'impianto "tipo" (vita media di n. 12 anni più potenziale re-vamping) si sostanzia nel modo seguente:

- energia elettrica prodotta: circa 85 M kWh/anno;
- potenza termica in ingresso: \leq 50 MW;
- biomassa valorizzata: circa 120.000 ton/anno;





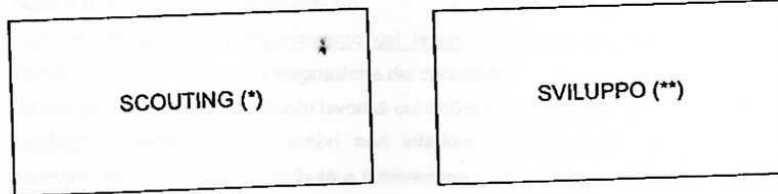
dott. Francesco Acquaro

Perizia di stima partecipazione in Biopower S.r.l.

- tecnologia: forno a griglia mobile raffreddata ad acqua; ciclo Rankine a vapore a unico surriscaldamento (450° C, 50 bar)

Avuto riguardo alla fase di costruzione e di entrata in esercizio commerciale degli impianti si possono distinguere due periodi temporali che vedono il primo trascorrere di un minimo di 22/24 mesi ed il secondo un minimo di 40/48 mesi.

Le fasi attraverso cui arrivare al completamento dell'iter burocratico autorizzativo sono sostanzialmente due:



Tempistica: da 1 → 4 mesi

Tempistica: da 12 → 18 mesi

(*) Verifica idoneità e reperibilità biomassa

Individuazione dei siti
Progettazione preliminare

(**) Fase di sviluppo del progetto da 2 a 3 mesi

Legge 387/2003: 6 mesi per il silenzio assenso dalla richiesta dell'autorizzazione all'autorità competente

Sulla scorta delle informazioni ricevute dall'organo amministrativo della società e attestate dal Presidente, lo "status" del procedimento, è riassumibile nella tabella seguente:

	% EnergEthic S.r.l.	% Area Sviluppo S.r.l.	Avanzamento	Probabilità di riuscita
BIOMASSE				
<u>A. Campania</u>				
Centrale di Pignataro Maggiore (CE) - Biomasse solide	50%	50%	Autorizzata	100%

Da notare che Biopower S.r.l., sulla base del Bando "Programma Operativo Regionale 2000-2006 - Asse 1 Misura 12 - azioni a) e c)" della Giunta Regionale della Campania, ha ottenuto dalla Regione Campania l'assegnazione di contributi in conto

Verificato

 Weber
 Silvano

dott. Francesco Acquaro

Perizia di stima partecipazione in Biopower S.r.l.

capitale per un totale di circa € 6.798.516,96 Min. .

Le caratteristiche dei contributi si possono schematizzare nel modo seguente:

- > **Tipologia:** Contributi in c/capitale sugli investimenti per la costruzione delle centrali;
- > **Beneficiari:** Contributi a beneficio esclusivo di progetti proposti da PMI (ai sensi della Raccomandazione 2003/361/CE);
- > **Termine ultimo per l'inizio dei lavori:** n. 220 gg. dalla data di ricevimento della notifica di assegnazione del contributo;
- > **Termine ultimo per il completamento dei lavori:** n. 460 gg. Dalla data di ricevimento della notifica di assegnazione del contributo;
- > **Erogazione:** a stato avanzamento lavori di cui il 50% a titolo di anticipo;
- > **Modalità:** apporto di mezzi propri non inferiore al 25% delle spese di investimento ammesse al contributo e fideiussione a garanzia pari al 50% del contributo concesso.

5. La valutazione della partecipazione

Ai fini della corretta valutazione della partecipazione oggetto del conferimento lo stimatore ha preso in esame lo status del progetto fornito dal Presidente del C. di A. della Società ed ha potuto evidenziare che il 2 agosto 2007 la Energetic S.r.l. unitamente all'altro socio al 50% (Area Sviluppo S.r.l.) della società titolare dell'autorizzazione (Biopower S.r.l. oggetto della presente relazione di stima) per la centrale da realizzare nel comune di Pignataro Maggiore (CE) ha siglato un accordo con la BKW FMB Energie AG a seguito del quale è stato riconosciuto in € 4,5 Mln. ("Pre-Money Value" nel Term Sheet dell'accordo) il valore convenzionale della Società Biopower S.r.l.

Alla luce del valore del progetto, già stabilito in base all'accordo più sopra menzionato, lo scrivente stimatore ritiene che il Pre-Money Value possa essere considerato quale valore *standard* da applicare all'iniziativa intrapresa dalla Energetic S.r.l. e dalla Area Sviluppo Sud S.r.l. tramite la società veicolo Biopower S.r.l. .

Sviluppando questo criterio con le altre componenti relative sia alla quota di partecipazione percentuale delle Società Energetic S.r.l. e Area Sviluppo S.r.l. nel progetto che alle probabilità di riuscita dello stesso, si giunge al prospetto che segue:






dott. Francesco Acquaro

Perizia di stima partecipazione in Biopower S.r.l.

BIOMASSE	Pre-Money Value (€ Min.)	%Energ. + %Area Sviluppo	Probabilità di successo	Valore Biopower S.r.l. (€ Min.)
A. Campania				
1. Centrale di Pignataro Maggiore	4,5	100%	100%	4,50

6. Conclusioni

Sulla scorta delle valutazioni sopra effettuate l'estimatore

DETERMINA

ai sensi e per gli effetti del combinato disposto degli artt. 2465 e 2343 del codice civile il valore della partecipazione detenuta dalla Energethic S.r.l. e dalla Area Sviluppo S.r.l. nella Biopower S.r.l. in misura pari ad € 4.500.000,00 (quattromilionicinquecentomila/00)


ED ATTESTA


ai sensi del citato art. 2465 del codice civile che tale valore è almeno pari al valore del conferimento ai fini della determinazione dell'aumento del capitale sociale della Biopower Italia S.r.l. destinato ad essere assegnato ai soggetti conferenti Energethic S.r.l. e Area Sviluppo S.r.l.

In fede

dott. Francesco Acquaro









UFFICIO DEL GIUDICE DI PACE DI CASERTA

Via Arena S. Benedetto - 81100 Caserta

Tel. 0823/276426 - 276431 - fax 0823/322156

N° _____ /200 Reg.Cron. 1240/07

VERBALE DI ASSEVERAZIONE PERIZIA

OGGI 15/11/2007 NELLA CANCELLERIA DELL'UFFICIO DEL GIUDICE DI PACE DI CASERTA, AVANTI AL SOTTOSCRITTO CANCELLIERE SI E' PRESENTATO

D. ACQUARO FRANCESCO m. e. Benedetto al 13/11/1958 e residente in CASERTA VIA BSCRIVA' n. 2

ED HA CHIESTO DI GIURARE LA PERIZIA CHE PRECEDE, NELL'INTERESSE DI

ARAA SVILUPPO SRL - ENERGETHIC SRL

AL CHE EGLI VI ADEMPIE RIPETENDO LA FORMULA SEGUENTE:

" GIURO DI AVERE BENE E FEDELMENTE PROCEDUTO ALLE OPERAZIONI AFFIDATEMI AL SOLO SCOPO DI FAR CONOSCERE AL GIUDICE LA VERITA' "

DEL CHE IL PRESENTE VERBALE.

L.C.S.

CASERTA 15/11/07

Handwritten signatures and stamps at the bottom left.

Tipolito F.Ozanam - Caserta

Official stamps and signatures of the court clerk and judge.

