

TRIBUNALE ORDINARIO DI ROMA – SEZIONE FALLIMENTARE
CONCORDATO PREVENTIVO

GIUDICE DELEGATO
DOTT.SSA CARMEN BIFANO

COMMISSARI GIUDIZIALI

PROF. AVV. FRANCESCO MACARIO – PROF. AVV. MICHELE
ONORATO – DOTT. FRANCESCO ROSSI

DETERMINAZIONE DEL VALORE ECONOMICO DELLE

VALUTATORI

PROF. GIUSEPPE SANCETTA

DOTT. CARLO RAVAZZIN

Sommario

1. OGGETTO DELL'INCARICO.....	1
2. DOCUMENTAZIONE ESAMINATA.....	2
2.1. ASPETTI GENERALI.....	2
2.2. SOLCAP GREEN.....	2
2.3. GREEN WIND 2.....	3
2.4. RENA ENERGIA.....	3
2.5.	4
2.6. SPECTRUM TECH.....	4
2.7. SOLERGYS.....	4
2.8.	5
2.9.	5
2.10.	5
3. BREVE DESCRIZIONE DELLE SOCIETÀ DEL GRUPPO.....	6
3.1 ASPETTI GENERALI.....	6
3.1. SOLCAP GREEN.....	6
3.2. GREEN WIND 2.....	7
3.3. RENA ENERGIA.....	8
3.4.	8
3.5. SPECTRUM TECH.....	9
3.6. SOLERGYS.....	10
3.7.	11
3.8.	11
3.9.	12
4. LA SITUAZIONE PATRIMONIALE-FINANZIARIA ED ECONOMICA DELLE SOCIETÀ DEL GRUPPO.....	13
4.1 ASPETTI GENERALI.....	13
4.1. SOLCAP GREEN.....	13
4.2. GREEN WIND 2.....	14
4.3. RENA ENERGIA.....	15
4.4.	17

4.5.	SPECTRUM TECH	18
4.6.	SOLERGYS	19
4.7.		20
4.8.		21
4.9.		22
5.	LA STIMA DEL CAPITALE ECONOMICO (W) DELLE SOCIETÀ DEL GRUPPO	25
5.1.	BREVE PANORAMICA SUI METODI DI VALUTAZIONE DEL CAPITALE ECONOMICO.....	25
5.3.	LA VALUTAZIONE DELLA SOLCAP GREEN	30
5.3.1.	La stima dei flussi di cassa.	30
5.3.2.	La stima del costo del capitale.	33
5.3.3.	La stima del valore economico del capitale.	33
5.3.4.	Conclusioni	35
5.4.	LA VALUTAZIONE DELLA GREEN WIND 2	35
5.4.1.	La stima dei flussi di cassa.	35
5.4.2.	La stima del costo del capitale.	36
5.4.3.	La stima del valore economico del capitale.	37
5.4.4.	Conclusioni	38
5.5.	LA VALUTAZIONE DELLA RENA ENERGIA	38
5.5.1.	La stima del valore economico del capitale	38
5.5.2.	Conclusioni.	38
5.6.	LA VALUTAZIONE DELLA	39
5.6.1.	La stima dei flussi di cassa.	39
5.6.2.	La stima del costo del capitale.	39
5.6.3.	La stima del valore economico del capitale.	40
5.6.4.	Conclusioni	41
5.7.	LA VALUTAZIONE DELLA SPECTRUM TECH.....	41
5.7.1.	La stima dei flussi di cassa.	41
5.7.2.	La stima del costo del capitale.	42
5.7.3.	La stima del valore economico del capitale.	43
5.7.4.	Conclusioni	44

5.8.	LA VALUTAZIONE DELLA SOLERGYS	44
5.8.1.	La stima dei flussi di cassa.	44
5.8.2.	La stima del costo del capitale.	45
5.8.3.	La stima del valore economico del capitale.	46
5.8.4.	Conclusioni	46
5.9.	LA VALUTAZIONE DELLA	47
5.9.1.	La stima del valore economico del capitale.	47
5.9.2.	Conclusioni	48
5.10.	LA VALUTAZIONE DELLA	48
5.10.1.	La stima del valore economico del capitale.	48
5.10.2.	Conclusioni	48
5.11.	LA VALUTAZIONE DELLA	48
5.11.1.	La stima del valore economico del capitale.	48
5.11.2.	Conclusioni	49
6.	CONCLUSIONI GENERALI.....	49

1. OGGETTO DELL'INCARICO.

Il G.D. Dott.ssa CARMEN BIFANO del c.p. , 82/2021 ha incaricato – con decreto del 23.10.2023 notificato via pec – gli scriventi Prof. GIUSEPPE SANCETTA e il Dott. CARLO RAVAZZIN della stima delle seguenti partecipazioni sociali:

- SOLCAP GREEN S.r.l.;
-
- RENA ENERGIA S.r.l.;
-
- SPECTRUM TECH S.r.l.;
- SOLERGY S.p.a.;
-
-
-

Gli scriventi hanno adempiuto all'incarico ricevuto sulla base delle informazioni e dei dati esposti nei successivi paragrafi con le precisazioni di seguito riepilogate.

La presente relazione è basata su dati, documenti ed informazioni acquisiti dai referenti aziendali. I sottoscritti, benché abbiano adottato tutte le precauzioni necessarie per un'attenta valutazione di tali dati, documenti ed informazioni e pur avendo dato esecuzione all'incarico con diligenza, professionalità ed indipendenza di giudizio, non rispondono della completezza, accuratezza, attendibilità e rappresentatività di tali dati, documenti ed informazioni,

Si precisa, inoltre, che la stima del valore economico delle Società in questione si fonda, necessariamente, sulle condizioni economiche e di mercato attuali e ragionevolmente prevedibili e non tiene conto di eventi futuri straordinari o inattesi.

Benché la stima di tale valore vada considerata accurata e completa sotto il profilo sostanziale, le previsioni contenute nella relazione non devono essere considerate una rappresentazione dei risultati futuri delle Società. Infatti, a causa dell'incertezza riguardante la realizzazione di qualsiasi evento futuro, sia per quanto attiene al verificarsi dell'accadimento, sia per quanto riguarda la misura della sua manifestazione, gli scostamenti tra valori consuntivi e valori preventivati potrebbero essere significativi.

2. DOCUMENTAZIONE ESAMINATA.

2.1. ASPETTI GENERALI

La documentazione esaminata consta di (i) bilanci di esercizio e bilanci di verifica, dei (ii) Piani utilizzati da quale *Advisor* finanziario nelle valutazioni del capitale economico delle Società del Gruppo, di (iii) Piani aggiornati forniti agli scriventi dai referenti aziendali, di (iv) visure e altri documenti pubblici reperiti autonomamente e (v) delle assunzioni sottostanti la redazione dei piani aziendali riepilogate via *e-mail*.

Si riporta il dettaglio della documentazione disponibile per ciascuna società oggetto di valutazione.

2.2. SOLCAP GREEN

Si riportano di seguito i documenti utilizzati per la valutazione della SOLCAP GREEN:

- bilancio al 31.12.2021 (in forma abbreviata *ex art. 2435 bis* del codice civile);
- relazione della Società di revisione sul bilancio dell'esercizio chiuso al 31.12.2021;
- bilancio al 31 dicembre 2022 (in forma abbreviata *ex art. 2435 bis* del codice civile);
- *business plan* redatto da
- valutazione del capitale economico W eseguita da
- *business Plan* aggiornato dalla Società a settembre 2023 riferito agli anni 2024-2038;
- bilancio di verifica in *Excel* al 30.9.2023;
- schema *Excel* con indicato l'andamento delle quantità prodotte mensilmente nel 2022;
- schema *Excel* con indicato l'andamento delle quantità prodotte mensilmente nel 2023 fino a settembre;
- contratti stipulati tra SOLCAP GREEN S.r.l. e ;
- contratti per il ritiro dell'energia elettrica stipulati con il GSE Gestore dei Servizi Energetici S.p.A.;
- convenzioni con il GSE Gestore dei Servizi Energetici S.p.A. per il riconoscimento delle tariffe incentivanti all'energia elettrica prodotta da conversione fotovoltaica della fonte solare.

2.3. GREEN WIND 2

Si riportano di seguito i documenti utilizzati per la valutazione della GREEN WIND 2:

- bilancio al 31 dicembre 2021 (in forma abbreviata *ex art.* 2435 bis del codice civile);
- Progetto di bilancio in *Excel* al 31.12.2022 con bozza di Nota integrativa;
- *business plan* redatto da
- valutazione del capitale economico W eseguita da
- *business Plan* aggiornato dalla Società a settembre 2023, riferito agli anni 2024-2028;
- bilancio di verifica in *Excel* al 30.9.2023;
- contratti stipulati tra GREEN WIND 2 S.r.l. e
- convenzione per la regolazione economica dell'incentivo sulla “produzione netta incentivata” per il residuo periodo di diritto, successivo al 2015, riconosciuto agli impianti che hanno maturato il diritto a fruire dei Certificati Verdi ai sensi degli articoli 19 e 30 del Decreto 6 luglio 2012 stipulata con il GSE Gestore dei Servizi Energetici S.p.A.

2.4. RENA ENERGIA

Si riportano di seguito i documenti utilizzati per la valutazione della RENA ENERGIA:

- bilancio al 31 dicembre 2021 (in forma abbreviata *ex art.* 2435 bis del codice civile);
- relazione della Società di revisione sul bilancio dell'esercizio chiuso al 31.12.2021;
- Progetto di bilancio in *Excel* al 31.12.2022 e bozza di Nota integrativa;
- *business plan* redatto da
- valutazione del capitale economico W eseguita da
- contratti stipulati tra RENA ENERGIA S.r.l. e
- convenzione per il ritiro dell'energia elettrica stipulata con il GSE Gestore dei Servizi Energetici S.p.A.;
- convenzione con il GSE Gestore dei Servizi Energetici S.p.A. per il riconoscimento delle tariffe incentivanti all'energia elettrica prodotta da conversione fotovoltaica della fonte solare.

2.6. SPECTRUM TECH

Si riportano di seguito i documenti utilizzati per la valutazione della SPECTRUM TECH:

- bilancio al 31 dicembre 2021 redatto secondo la disciplina contabile romana;
- bilancio al 31 dicembre 2022 redatto secondo la disciplina contabile romana;
- *business plan* redatto da
- valutazione del capitale economico W eseguita da
- *business Plan* aggiornato dalla Società a settembre 2023 con riferimento agli anni 2024-2031;
- bilancio di verifica in *Excel* al 30.9.2023;
- contratti stipulati tra SPECTRUM TECH S.r.l. e
- convenzioni con

per l'acquisizione e il trasferimento di Certificati verdi.

2.7. SOLERGY

Si riportano di seguito i documenti utilizzati per la valutazione della SOLERGY:

- bilancio al 31 dicembre 2021 con annessa nota integrativa;
- bilancio al 31 dicembre 2022;
- *business plan* redatto da
- valutazione del capitale economico W eseguita da
- *business Plan* aggiornato dalla Società a settembre 2023 con riferimento agli anni 2024-2031;

- bilancio di verifica al 30 settembre 2023 con annessa nota del valore dei ricavi;
- contratti stipulati tra SOLERGYS S.r.l. e
- convenzioni per l'erogazione del servizio di scambio sul posto dell'energia elettrica stipulati con il GSE Gestore dei Servizi Energetici S.p.A.;
- convenzioni per il riconoscimento delle tariffe incentivanti della produzione di energia elettrica da impianti fotovoltaici stipulati con il GSE Gestore dei Servizi Energetici S.p.A.

3. BREVE DESCRIZIONE DELLE SOCIETÀ DEL GRUPPO

3.1 ASPETTI GENERALI

Nella presente sezione verranno illustrati gli aspetti salienti delle società comprese nel perimetro di valutazione, con riguardo (i) all'oggetto sociale, (ii) all'assetto societario, (iii) alla composizione degli organi di amministrazione e controllo e (iv) alle sedi della Società.

3.1. SOLCAP GREEN

Si riporta di seguito uno stralcio dell'oggetto sociale, come indicato nella visura.

Sviluppo nel settore delle energie rinnovabili; progettazione, realizzazione, vendita e gestione di impianti finalizzati alla produzione di energia elettrica attraverso fonti rinnovabili; produzione, sfruttamento e vendita di energia elettrica; acquisto e vendita di certificati verdi, titoli di efficienza energetica e certificati bianchi; produzione, installazione e commercializzazione di pannelli solari.

La tabella seguente espone l'assetto societario, che, come emerge chiaramente, vede la presenza di un solo azionista.

TABELLA N. 1 – COMPOSIZIONE ASSETTO SOCIETARIO

SOCI	VALORE	%	DIRITTO
GREEN NETWORK S.P.A.	2.671.000	100%	proprietà
E-DISTRIBUZIONE S.P.A.			pegno

L'organo amministrativo della Società ha composizione monocratica, come emerge dalla seguente tabella:

TABELLA N. 2 – COMPOSIZIONE ORGANO AMMINISTRATIVO

CONSIGLIERE	CARICA	DURATA MANDATO	
		DAL	AL
	Amministratore Unico	21/07/2023	Approv.ne bilancio 2023

La Società è sprovvista dell'organo di controllo, ma è stata nominata, a norma dell'art. 2477 c.c., la società di revisione dal
16 dicembre 2019.

Le sedi della Società sono indicate di seguito:

TABELLA N. 3 – SEDI DELLA SOCIETÀ

SEDE	INDIRIZZO
Sede legale	Via Giovanni Paisiello 53/55 00198, Roma
Unità locale LC/1	Via dell'Industria SNC, 23844 Sirone (LC) BLOCCO A
Unità locale LC/2	Via dell'Industria SNC, 23844 Sirone (LC) BLOCCO B
Unità locale LC/3	Via Leopardi SNC, 23844 Bosisio Parini (LC) BLOCCO A
Unità locale LC/4	Via Leopardi SNC, 23844 Bosisio Parini (LC) BLOCCO B

3.2. GREEN WIND 2

Si riporta di seguito uno stralcio dell'oggetto sociale, come indicato nella visura.

La Società ha il seguente oggetto sociale: (I) attività di sviluppo nel settore delle energie rinnovabili; (II) progettazione, realizzazione, vendita e gestione di impianti finalizzati alla produzione di energia elettrica [...].

La tabella seguente espone l'assetto societario, che, come emerge chiaramente, vede la presenza di un socio pressoché totalitario e di due soci con residuali partecipazioni.

TABELLA N. 4 – COMPOSIZIONE ASSETTO SOCIETARIO

SOCIO	VALORE QUOTA	%	DIRITTO
	9107,4	91,07%	Proprietà
	595,07	5,95%	Proprietà
	297,53	2,98%	Proprietà

L'organo amministrativo della Società ha composizione monocratica, come emerge dalla seguente tabella:

TABELLA N. 5 – COMPOSIZIONE ORGANO AMMINISTRATIVO

CONSIGLIERE	CARICA	DURATA MANDATO	
		DAL	AL
	Amministratore Unico	30/05/2022	Approv.ne bilancio 2022

La Società non è provvista dell'organo di controllo.

Le sedi della Società sono indicate di seguito:

TABELLA N. 6 – SEDI DELLA SOCIETÀ

SEDE	INDIRIZZO
Sede legale	Via Giovanni Paisiello 53/55 Roma - 00198
Unità locale FG/1	C.da Palombara Snc Sant'Agata di Puglia (Fg) - 71028

3.3. RENA ENERGIA

Si riporta di seguito uno stralcio dell'oggetto sociale, come indicato nella visura.

La società ha per oggetto: attività di sviluppo di uno o più impianti nel settore delle energie rinnovabili, ivi inclusa ma senza esclusione d'altro la progettazione, la realizzazione, la gestione di ogni apparecchiatura (...)

La tabella seguente espone l'assetto societario, che, come emerge chiaramente, vede la presenza di un socio di maggioranza e di due soci di minoranza ciascuno dei quali detiene partecipazioni significative:

TABELLA N. 7 – COMPOSIZIONE ASSETTO SOCIETARIO

SOCIO	VALORE QUOTA	%	DIRITTO
	11.400	57,00%	Proprietà/pegno
	4.400	22,00%	Proprietà
	4.200	21,00%	Proprietà

L'organo amministrativo della Società ha composizione collegiale, come emerge dalla seguente tabella:

TABELLA N. 8 – COMPOSIZIONE ORGANO AMMINISTRATIVO

CONSIGLIERE	CARICA	DURATA MANDATO	
		DAL	AL
I	PRESIDENTE C.D.A.	15/07/2022	Approv.ne bilancio 2022
	VICE PRESIDENTE C.D.	15/07/2022	Approv.ne bilancio 2023
	CONSIGLIERE	15/07/2022	Approv.ne bilancio 2023

La Società non è provvista dell'organo di controllo.

Le sedi della Società sono indicate di seguito:

TABELLA N. 9 – SEDI DELLA SOCIETÀ

SEDE	INDIRIZZO
Sede legale	Via Giovanni Paisiello 53/55 Roma - 00198
Unità locale TR/1	Vocabolo Rena Sn Avigliano Umbro (Tr) 05020

ASTE
GIUDIZIARIE®

DETERMINAZIONE DEL VALORE ECONOMICO DELLE SOCIETÀ DEI

ASTE
GIUDIZIARIE®

ASTE
GIUDIZIARIE®

ASTE
GIUDIZIARIE®

ASTE
GIUDIZIARIE®

ASTE
GIUDIZIARIE®

ASTE
GIUDIZIARIE®

ASTE
GIUDIZIARIE®

ASTE
GIUDIZIARIE®

ASTE
GIUDIZIARIE®

ASTE
GIUDIZIARIE®

ASTE
GIUDIZIARIE®

3.5. SPECTRUM TECH

La Spectrum Tech è una società regolamentata dal diritto rumeno, ha la sede legale il Bucarest, Sector 2, Str. CA Rosetti, Nr 17, Birou 009 Rescowork02, Mezanin. È stata costituita nel 2010 con oggetto principale conforme al codice rumeno CAEN 3511 – Produzione di energia elettrica con un capitale sociale versato di 8.796.590 RON (pari a 2.088.360 € con il tasso di cambio del 2010). L'amministratore della società, dall'ultimo bilancio depositato, risulta essere il Sig. _____ e l'impianto fotovoltaico è situato

ASTE
GIUDIZIARIE®

ASTE
GIUDIZIARIE®

presso Izvoru, Giurgiu, Romania, il quale è esteso su un terreno interamente di proprietà della di proprietà della Spectrum Tech al 100%.

3.6. SOLERGY S

Si riporta di seguito uno stralcio dell'oggetto sociale, come indicato nella visura.

La Società ha per oggetto lo sviluppo, la realizzazione e gestione di impianti fotovoltaici nonché la produzione, commercializzazione e distribuzione in ogni sua forma di energia elettrica a mezzo di detti impianti [...].

La tabella seguente espone l'assetto societario, che, come emerge chiaramente, vede la presenza di due soci, con partecipazioni pressoché eguali. La differenza è, comunque, sufficiente a consentire al socio di esercitare la maggioranza dei voti.

TABELLA N. 13 – COMPOSIZIONE ASSETTO SOCIETARIO

SOCIO	N. AZIONI	VALORE	%	DIRITTO
	61.200	61.200	51%	Proprietà
	58.800	58.800	49%	Proprietà

L'organo amministrativo della Società ha composizione collegiale, come emerge dalla seguente tabella:

TABELLA N. 14 – COMPOSIZIONE ORGANO AMMINISTRATIVO

CONSIGLIERE	CARICA	DURATA MANDATO	
		DAL	AL
	Presidente C.d.a.	12/04/2023	Approv.ne bilancio 2023
	Amministratore delegato	12/04/2023	Approv.ne bilancio 2023
	Amministratore delegato	12/04/2023	Approv.ne bilancio 2023
	Vice Presidente C.d.a.	12/04/2023	Approv.ne bilancio 2023

Si riporta di seguito la composizione dell'organo di controllo, costituito in forma collegiale:

TABELLA N. 15 – COMPOSIZIONE ORGANO DI CONTROLLO

MEMBRO	CARICA	DURATA MANDATO	
		DAL	AL
	Presidente	12/04/2023	Approv.ne bilancio 2025
	Sindaco effettivo	12/04/2023	Approv.ne bilancio 2025
	Sindaco effettivo	12/04/2023	Approv.ne bilancio 2025
	Sindaco supplente	12/04/2023	Approv.ne bilancio 2025
	Sindaco supplente	12/04/2023	Approv.ne bilancio 2025

Le sedi della Società sono indicate di seguito:

TABELLA N. 16 – SEDI DELLA SOCIETÀ

SEDE	INDIRIZZO
Sede legale	Via Salaria 1322 Roma - 00138
Unità locale n. RM/2	Via Giulio Vincenzo Bona 101 Roma - 00156
Sede secondaria n. PA/1	Viale Regione Siciliana 7275 Palermo - 90146
Unità locale TR/1	Strada dei Confini 48 Termini Imerese - 05100

4. LA SITUAZIONE PATRIMONIALE-FINANZIARIA ED ECONOMICA DELLE SOCIETÀ

4.1 ASPETTI GENERALI

Nella presente sezione verranno riportati i dati desunti dai prospetti contabili di stato patrimoniale e conto economico delle società oggetto di valutazione, del triennio 2020-2022, per tratteggiare i lineamenti della situazione patrimoniale ed economica di quest'ultime in vista della successiva valutazione economica.

4.1. SOLCAP GREEN

Si riportano di seguito i prospetti di stato patrimoniale e conto economico del triennio 2020-2022, come di seguito rappresentato:

TABELLA N. 23 – STATO PATRIMONIALE ATTIVO 2022-2020

ATTIVO	2022	2021	2020
A) Crediti verso soci per versamenti	-	-	-
B) Immobilizzazioni			
I) Immateriali	115.620	123.900	133.720
II) Materiali	3.585.437	3.973.837	4.345.954
III) Finanziarie	-	-	-
Totale Immobilizzazioni	3.701.057	4.097.737	4.479.674
C) Attivo circolante			
I) Rimanenze	-	-	-
II) Crediti	1.029.134	697.531	446.850
III) Attività finanziarie che non cost. i	-	-	-
IV) Disponibilità liquide	870.758	252.363	186.341
Totale attivo circolante	1.899.892	949.894	633.191
D) Ratei e risconti	51.205	54.350	55.255
Totale attivo	5.652.154	5.101.981	5.168.120

TABELLA N. 24 – STATO PATRIMONIALE PASSIVO 2022-2020

PASSIVO	2022	2021	2020
A) Patrimonio netto	3.754.309	3.593.550	3.402.488
B) Fondi per rischi e oneri	22.000	20.000	18.000
C) Tfr	-	-	-
D) Debiti	1.875.845	1.488.431	1.747.632
E) Ratei e risconti	-	-	-
Totale passivo	5.652.154	5.101.981	5.168.120

Dal punto di vista patrimoniale, l'attivo circolante aumenta proporzionalmente all'aumento di fatturato, mentre le immobilizzazioni diminuiscono per le quote relative agli ammortamenti.

TABELLA N. 25 – CONTO ECONOMICO 2022-2020

CONTO ECONOMICO	2022	2021	2020
A) Valore della produzione	921.770	923.944	723.000
B) Costi della produzione	587.065	580.479	560.688
(A-B) Diff. tra valore e costi della produzione	334.705	343.465	162.312
C) Proventi e oneri finanziari	52.093	70.771	85.647
D) Rettifiche di valore di attività finanziarie	-	-	-
Risultato prima delle imposte	282.612	272.694	76.665
Totale imposte	121.853	82.632	28.103
Utile (perdita) dell'esercizio	160.759	190.062	48.562

Da come si può vedere dagli schemi di bilancio dell'ultimi tre anni riepilogati nelle tabelle precedenti, la SOLCAP GREEN S.r.l. è sempre stata in utile e fra il 2020 e il 2021 il reddito netto è più che raddoppiato, grazie ad una crescita del fatturato e un livello dei costi più o meno costante.

4.2. GREEN WIND 2

Si riportano di seguito i prospetti di stato patrimoniale e conto economico del triennio 2020-2022, come di seguito rappresentato:

TABELLA N. 26 – STATO PATRIMONIALE ATTIVO 2022-2020

ATTIVO	2022	2021	2020
A) Crediti verso soci per versamenti ancora dovuti			
B) Immobilizzazioni			
I) Immateriali	660	924	1.187
II) Materiali	75.086	75.796	76.506
III) Finanziarie	-	-	-
Totale Immobilizzazioni	75.746	76.720	77.693
C) Attivo circolante			
I) Rimanenze	-	-	-
II) Crediti	1.078.547	362.793	184.805
III) Attività finanziarie che non cost. imm.	-	-	-
IV) Disponibilità liquide	52.253	292.803	291.227
Totale attivo circolante	1.130.800	655.596	476.032
D) Ratei e risconti	205.258	271.966	335.921
Totale attivo	1.411.804	1.004.282	889.646

DETERMINAZIONE DEL VALORE ECONOMICO DELLE SOCIETÀ DEL

TABELLA N. 27 – STATO PATRIMONIALE PASSIVO 2022-2020

PASSIVO	2022	2021	2020
A) Patrimonio netto	467.053	100.528 -	6.601
B) Fondi per rischi e oneri	-	-	-
C) Tfr	-	-	-
D) Debiti	944.751	903.754	896.247
E) Ratei e risconti	-	-	-
Totale passivo	1.411.804	1.004.282	889.646

La crescita dell'attivo è dovuta all'aumento dei crediti, mentre sul versante del passivo l'incremento dei debiti è più che compensato dall'innalzamento dei mezzi propri.

TABELLA N. 28 – CONTO ECONOMICO 2022-2020

CONTO ECONOMICO	2022	2021	2020
A) Valore della produzione	733.727	540.475	322.453
B) Costi della produzione	328.015	338.518	312.877
(A-B) Diff. tra valore e costi della produzione	405.712	201.957	9.576
C) Proventi e oneri finanziari	- 39.187 -	37.287 -	37.827
D) Rettifiche di valore di attività finanziarie	-	-	-
Risultato prima delle imposte	366.525	164.670 -	28.251
Totale imposte	-	57.541 -	7.104
Utile (perdita) dell'esercizio	366.525	107.129 -	21.147

Sul versante economico emerge la crescita sostenuta dei ricavi, a fronte di costi pressoché stabili. Ciò ha determinato l'aumento del risultato economico nel triennio considerato.

4.3. RENA ENERGIA

Si riportano di seguito i prospetti di stato patrimoniale e conto economico del triennio 2020-2022, come di seguito rappresentato:

DETERMINAZIONE DEL VALORE ECONOMICO DELLE SOCIETÀ

TABELLA N. 29 – STATO PATRIMONIALE ATTIVO 2022-2020

ATTIVO	2022	2021	2020
A) Crediti verso soci per versamenti ancora dovuti		-	-
B) Immobilizzazioni			
I) Immateriali	-	6.525	13.050
II) Materiali	3.825.505	4.285.428	4.704.273
III) Finanziarie	-	-	-
Totale Immobilizzazioni	3.825.505	4.291.953	4.717.323
C) Attivo circolante			
I) Rimanenze	3.724	18.040	20.020
II) Crediti	802.223	728.485	1.055.852
III) Attività finanziarie che non cost. imm.	-	-	-
IV) Disponibilità liquide	590.288	551.534	337.638
Totale attivo circolante	1.396.235	1.298.059	1.413.510
D) Ratei e risconti	12.373	9.549	5.287
Totale attivo	5.234.113	5.599.561	6.136.120

TABELLA N. 30 – STATO PATRIMONIALE PASSIVO 2022-2020

PASSIVO	2022	2021	2020
A) Patrimonio netto	-159.893	-43.622	161.235
B) Fondi per rischi e oneri	0	0	0
C) Tfr	2.172	1.681	8.699
D) Debiti	5.391.834	5.641.502	5.966.186
E) Ratei e risconti	0	0	0
Totale passivo	5.234.113	5.599.561	6.136.120

Si rileva che l'attivo patrimoniale è costituito prevalentemente da immobilizzazioni materiali, ma assumono valori significativi anche i crediti e le disponibilità liquide.

Sul versante passivo, invece, si rilevano gli importi consistenti dei debiti; il P.N. ha assunto valore negativo negli esercizi 2021 e 2022.

TABELLA N. 31 – CONTO ECONOMICO 2022-2020

CONTO ECONOMICO	2022	2021	2020
A) Valore della produzione	1.999.005	1.989.080	2.148.705
B) Costi della produzione	2.015.029	1.926.521	1.895.398
(A-B) Diff. tra valore e costi della produzione	- 16.024	62.559	253.307
C) Proventi e oneri finanziari	-101.147	-131.262	-160.155
D) Rettifiche di valore di attività finanziarie	-	-	-
Risultato prima delle imposte	-117.171	-68.703	93.152
Totale imposte		135.254	40.634
Utile (perdita) dell'esercizio	- 117.171	203.957	52.518

Sul versante economico, invece, la Società ha subito una rilevante perdita sia nel 2021 che nel 2022.

4.5. SPECTRUM TECH

Si riportano di seguito i prospetti di stato patrimoniale e conto economico del triennio 2020-2022, come di seguito rappresentato¹:

TABELLA N. 35 – STATO PATRIMONIALE ATTIVO 2022-2020

ATTIVO	2022	2021	2020
A) Crediti verso soci per versamenti ancora dovuti	-	-	-
B) Immobilizzazioni			
I) Immateriali	-	-	-
II) Materiali	2.905.769	3.949.165	5.041.729
III) Finanziarie	27.736	27.792	28.099
Totale Immobilizzazioni	2.933.505	3.976.957	5.069.827
C) Attivo circolante			
I) Rimanenze	-	-	-
II) Crediti	682.249	590.183	572.211
III) Attività finanziarie che non cost. imm.	-	-	-
IV) Disponibilità liquide	314.119	208.692	58.874
Totale attivo circolante	996.368	798.876	631.085
D) Ratei e risconti	33.233	28.829	29.318
Totale attivo	3.963.105	4.804.662	5.730.230

TABELLA N. 36 – STATO PATRIMONIALE PASSIVO 2022-2020

PASSIVO	2022	2021	2020
A) Patrimonio netto	- 318.673	- 2.298.743	- 2.551.102
B) Fondi per rischi e oneri	-	-	-
C) Tfr	-	-	-
D) Debiti	4.281.778	7.103.405	8.281.332
E) Ratei e risconti	-	-	-
Totale passivo	3.963.105	4.804.662	5.730.230

Dal punto di vista patrimoniale si rileva una riduzione delle immobilizzazioni e dei debiti e, allo stesso tempo, un notevole aumento dei crediti e delle disponibilità bancarie, grazie anche all'aumento esponenziale dei ricavi rispetto al 2020.

¹ Si fa presente che i bilanci inviati ai valutatori erano espressi in Leu Romeno, i quali sono stati convertiti in euro considerando il tasso di cambio medio per il 2020, 2021 e 2022.

TABELLA N. 37 - CONTO ECONOMICO 2022-2020

CONTO ECONOMICO	2022	2021	2020
A) Valore della produzione	2.960.128	1.263.810	434.439
B) Costi della produzione	2.125.107	1.594.376	1.493.884
(A-B) Diff. tra valore e costi della produzione	835.022	- 330.567	- 1.059.445
C) Proventi e oneri finanziari	1.201.182	555.089	739.607
D) Rettifiche di valore di attività finanziarie	-	-	-
Risultato prima delle imposte	2.036.204	224.523	319.838
Totale imposte	60.748	-	-
Utile (perdita) dell'esercizio	1.975.455	224.523	- 319.838

Sul versante economico la società ha subito una perdita nel 2020, per poi ritornare in utile nel 2021 e 2022 grazie ad un notevole incremento dei ricavi, i quali sono più che raddoppiati da un anno all'altro e ad un aumento dei costi in misura meno che proporzionale rispetto ai ricavi.

4.6. SOLERGYS

Si riportano di seguito i prospetti di stato patrimoniale e conto economico del triennio 2020-2022, come di seguito rappresentato:

TABELLA N. 38 - STATO PATRIMONIALE ATTIVO 2022-2020

ATTIVO	2022	2021	2020
A) Crediti verso soci per versamenti ancora	-	-	-
B) Immobilizzazioni			
I) Immateriali	446.399	510.322	574.384
II) Materiali	5.110.430	5.661.684	6.212.937
III) Finanziarie	40.410	-	-
Totale Immobilizzazioni	5.597.239	6.172.006	6.787.321
C) Attivo circolante			
I) Rimanenze	-	-	-
II) Crediti	1.519.111	1.295.734	940.436
III) Attività finanziarie che non cost. imm.	-	-	-
IV) Disponibilità liquide	893.563	327.304	649.854
Totale attivo circolante	2.412.674	1.623.038	1.590.290
D) Ratei e risconti	643.355	694.199	789.726
Totale attivo	8.653.268	8.489.243	9.167.337

TABELLA N. 39 – STATO PATRIMONIALE PASSIVO 2022-2020

PASSIVO	2022	2021	2020
A) Patrimonio netto	2.422.955	1.315.727	1.227.180
B) Fondi per rischi e oneri	38.400	663.039	339.136
C) Tfr	-	-	-
D) Debiti	4.670.468	4.798.832	5.698.292
E) Ratei e risconti	1.521.445	1.711.645	1.902.729
Totale passivo	8.653.268	8.489.243	9.167.337

Sul versante dell'attivo patrimoniale, si registra la flessione delle immobilizzazioni e l'aumento dei crediti; con riguardo al passivo, invece, emerge la crescita del patrimonio netto e la discesa dei debiti.

TABELLA N. 40 – CONTO ECONOMICO 2022-2020

CONTO ECONOMICO	2022	2021	2020
A) Valore della produzione	3.251.007	2.160.557	2.007.703
B) Costi della produzione	1.618.471	1.959.948	1.489.653
(A-B) Diff. tra valore e costi della produzione	1.632.536	200.609	518.050
C) Proventi e oneri finanziari	- 158.377	- 185.389	- 207.550
D) Rettifiche di valore di attività finanziarie	-	-	-
Risultato prima delle imposte	1.474.159	15.220	310.500
Totale imposte	636.861	36.287	82.026
Utile (perdita) dell'esercizio	837.298	- 21.067	228.474

Sul versante economico, invece, i ricavi assumono andamento crescente, mentre i costi aumentano dall'esercizio 2020 all'esercizio 2021, per poi flettere nel 2022. Il risultato netto dell'esercizio registra una variazione sfavorevole dal 2020 al 2021 e uno scostamento positivo dal 2021 al 2022.

5. LA STIMA DEL CAPITALE ECONOMICO (W) DELLE SOCIETÀ DEL GRUPPO

5.1. BREVE PANORAMICA SUI METODI DI VALUTAZIONE DEL CAPITALE ECONOMICO.

La stima del valore economico del capitale (anche detto capitale economico) è volta a individuare il valore *stand alone* di un'impresa. Si tratta, sostanzialmente, di assumere a riferimento una capacità di generazione di flussi già dimostrata o raggiungibile con ragionevole probabilità sulla base di premesse economiche già in atto e individuate tenuto conto della dimensione presente degli affari e di sviluppi certi nel breve termine. Il valore del capitale economico esprime, dunque, un valore in atto che va distinto dal valore potenziale il quale si basa su attese di flussi a medio e lungo termine svincolati sostanzialmente dai risultati del passato e frutto di sinergie non ancora ottenute³.

In sintesi, la stima del capitale economico non considera:

- la valorizzazione delle sinergie e, più in generale, delle economie/diseconomie che le parti interessate possono ottenere nel medio-lungo periodo;
- l'effetto economico che le condizioni soggettive di negoziazione (asimmetrie informative, stato di necessità di una delle parti, diverso potere negoziale) possono determinare sul prezzo di trasferimento del complesso aziendale.

Il fatto che nella stima del capitale economico non vadano considerate né le sinergie ottenibili, né le condizioni soggettive di negoziazione non vuol dire, naturalmente, che la valutazione del capitale economico di un'azienda possa condurre a risultanze caratterizzate da oggettività; infatti, il valore del capitale economico, analogamente ad altre configurazioni individuate in dottrina, è una quantità astratta variamente determinabile in relazione alle ipotesi assunte a fondamento della valutazione.

Secondo la dottrina e la pratica professionale, i metodi di valutazione del capitale economico di un'azienda debbono rispondere a una serie di requisiti:

- razionalità, in quanto la stima deve risultare da un processo logico, chiaro e convincente;

³ Al riguardo, va precisato che in dottrina si distinguono: valori potenziali puri *stand alone*; valori potenziali d'acquisizione; valori potenziali controllabili.

DETERMINAZIONE DEL VALORE ECONOMICO DELLE SOCIETÀ DEL

- obiettività (o dimostrabilità), giacché il processo di valutazione deve essere basato su dati affidabili, credibili e verificabili;
- generalità (o neutralità), in quanto la valutazione deve prescindere da effetti contingenti di domanda e offerta, nonché dalle parti coinvolte nell'operazione e dal potere negoziale che esse esprimono;
- stabilità, giacché il valore determinato dovrebbe essere svincolato da situazioni contingenti.

I metodi di valutazione delle aziende possono essere distinti in assoluti o indiretti e relativi o diretti. Nell'ambito dei metodi assoluti rilevano:

- il metodo patrimoniale;
- il metodo dei flussi (reddituali o finanziari);
- il metodo misto.

Viceversa, i metodi relativi attengono all'utilizzo dei multipli nelle valutazioni delle aziende.

Il metodo patrimoniale puro stima il valore economico di un'organizzazione imprenditoriale in rapporto al valore corrente del patrimonio netto della stessa eventualmente comprensivo del valore economico degli *intangibile* non contabilizzati.

Per applicare il metodo in questione, è indispensabile:

- i) individuare i beni facenti parte dell'azienda;
- ii) stimare il valore corrente dei medesimi e, di conseguenza, le rettifiche da effettuare ai valori contabili delle attività e delle passività iscritte nella situazione patrimoniale di riferimento;
- iii) quantificare il patrimonio netto rettificato, eventualmente comprensivo degli *intangibile* non contabilizzati, sommando algebricamente il valore corrente delle attività e delle passività oppure rettificando il patrimonio netto contabile in aumento o in riduzione delle plusvalenze/minusvalenze risultanti dalla differenza tra valore corrente e valore contabile delle attività e delle passività;
- iv) acclarare che la redditività dell'impresa sia in linea con la remunerazione del capitale in essa investito.

Il metodo dei flussi (reddituali o finanziari) stima il valore economico di un'impresa attualizzando i redditi oppure i *cash-flow* da essa generabili nel corso dell'orizzonte temporale durante il quale eserciterà la propria attività. Il metodo in questione può essere

basato su un *entity approach* oppure su un *equity approach*. Nel primo caso, la formula è orientata alla stima del capitale investito nell'impresa e il capitale economico si ottiene sottraendo al capitale investito il valore di mercato della posizione finanziaria netta; nel secondo caso, la formula è finalizzata a valutare direttamente il capitale di rischio investito dagli azionisti.

La formula per valutare un'azienda utilizzando l'*entity approach* è:

$$W = \sum_{t=1}^n FOp_t(1 + wacc)^{-t} + TV(1 + wacc)^{-n} - PFN + VBA$$

dove:

- W è il valore economico dell'impresa;
- FOp_t sono i flussi operativi attesi nelle annualità di previsione esplicita;
- TV è il *Terminal Value* a conclusione del periodo di previsione esplicita;
- $wacc^4$ è il saggio di attualizzazione dei flussi della gestione operativa;
- PFN è il valore di mercato della posizione finanziaria netta;
- VBA è il valore dei beni accessori.

La formula per valutare un'azienda utilizzando l'*equity approach* è:

$$W = \sum_{t=1}^n F_t(1 + i)^{-t} + TV(1 + i)^{-n} + VBA$$

dove:

- W è il valore economico dell'impresa;
- F_t sono i flussi netti attesi nelle annualità di previsione esplicita;
- TV è il *Terminal Value* a conclusione del periodo di previsione esplicita;
- i è il saggio di attualizzazione dei flussi netti (costo del capitale di rischio);
- VBA è il valore dei beni accessori.

Per valutare un'impresa con il metodo dei flussi, è necessario definire:

- i flussi reddituali o finanziari (netti o operativi) attesi nel periodo di previsione esplicita;
- il tasso di attualizzazione dei flussi;
- l'orizzonte temporale di riferimento;
- il valore terminale.

⁴ *Weight Average cost of capital*, ossia costo medio ponderato del capitale.

Un punto spesso problematico legato all'applicazione del metodo in questione è la quantificazione del tasso di attualizzazione. Qualora il riferimento sia ai flussi netti, esso viene normalmente determinato applicando il noto *Capital Asset Pricing Model*. In base a tale impostazione, il tasso di attualizzazione dei flussi netti (i) è determinato come segue:

$$i = i_1 + ERP \times \beta$$

dove:

- i è il saggio di attualizzazione dei flussi netti;
- i_1 è il tasso privo di rischio;
- ERP è il premio per il rischio di mercato;
- β è un coefficiente che esprime il rischio dell'impresa oppure del business di riferimento rispetto a quello di mercato.

Nel caso si debbano attualizzare flussi operativi, è necessario calcolare il costo medio ponderato del capitale che risulta da una media ponderata del costo del capitale di rischio e del costo del debito pesati per la rispettiva incidenza sul totale dei finanziamenti.

I metodi misti stimano il valore dell'impresa ponderando la componente patrimoniale - rappresentata dal patrimonio netto rettificato eventualmente comprensivo del valore degli *intangible* non contabilizzati - e quella reddituale rappresentata dal sopra/sotto reddito atteso.

La formula di valutazione del capitale d'impresa con il metodo misto più diffusa nella prassi è quella che stima l'avviamento in modo autonomo; in particolare:

$$W = K + (R - iK)_{an_{i'}}$$

dove:

- W è il valore economico dell'impresa;
- K è il patrimonio netto rettificato;
- R è il reddito medio normale atteso nei prossimi n anni;
- i è il tasso di congrua remunerazione del capitale;
- n è l'orizzonte temporale del sopra-sotto reddito;
- i' è il tasso di attualizzazione del sopra-sotto reddito.

I metodi diretti stimano il valore di un'impresa sulla base del valore di mercato di aziende comparabili a quella oggetto di stima. Essi, da un punto di vista concettuale, non portano all'individuazione del valore economico di un complesso aziendale, ma alla stima di un

prezzo probabile al quale si potrebbe ritenere di negoziare l'impresa oggetto di valutazione.

5.2. LA SCELTA DEI METODI DI VALUTAZIONE

Tenuto conto dell'operatività delle società e della presenza di flussi di cassa prospettici, la valutazione del capitale economico è stata effettuata secondo il metodo dei flussi finanziari con riguardo alle seguenti società: SOLCAP GREEN, GREEN WIND 2,

SPECTRUM TECH e SOLERGY. Il metodo in parola è stato applicato attualizzando i flussi di cassa prospettici con riferimento a un orizzonte temporale definito, coincidente con la durata limitata della tariffa incentivante. Tale scelta metodologica è stata recepita anche nella valutazione di E&Y.

La valutazione del capitale economico deriva, pertanto, dall'applicazione della seguente formula:

$$W = \sum_{t=1}^n F.C.F.O._t * (1 + W.A.C.C.)^{-t} - PFN$$

dove:

W= stima del valore economico del capitale;

F.C.F.O.= *Free Cash Flow from Operations*;

PFN = Posizione Finanziaria Netta;

W.A.C.C.= *Weight Average Cost of Capital*;⁵

t= 2024-annualità scadenza tariffa incentivante.

Per ciascuna società valutata con il metodo finanziario, si illustra il procedimento di costruzione del tasso, del flusso finanziario e la conseguente stima del valore economico del capitale. Questo deriva dalla sommatoria dei suddetti flussi attualizzati.

In particolare, i flussi finanziari sono stati desunti dai *Business Plan* forniti dalle Società e discussi con il management aziendale o, se assenti, da quelli predisposti da E&Y.

Per la stima del tasso di attualizzazione (W.A.C.C.) si è fatto riferimento alle fonti seguenti:

⁵ $Wacc = Ke * \frac{E}{E+D} + id * \frac{D}{E+D} * (1 - t); Ke = r.f. + \beta * (R.m. - r.f.).$

TABELLA 47 – COMPONENTI E RELATIVE FONTI TASSO DI
ATTUALIZZAZIONE

Componenti del tasso	Fonti
Saggio free risk	https://www.dt.mef.gov.it/it/debito-pubblico/emissioni-titoli-di-stato-interni/risultati-aste/risultati-aste-btp-10-anni/
Premio rischio	P. Fernandez - D. García - J.F. Acin, <i>Market Risk Premium and Risk-Free Rate used for 80 countries in 2023</i>
Beta unlevered	https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datacurrent.html
Costo debito	https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datacurrent.html

Nella stima del tasso, il debito finanziario (D) è stato assunto pari alla PFN di ciascuna società al 31.12.2023, epoca della valutazione.

È stato adottato, inoltre, il metodo patrimoniale semplice per la valutazione della della e della RENA ENERGIA stante

l'indisponibilità dei piani finanziari per le prime due e il patrimonio netto negativo per la terza. Si è fatto riferimento, in tali casi, all'entità del patrimonio netto contabile.

Si consideri, inoltre, che la società di diritto francese, è stata dichiarata insolvente ed è sottoposta alla liquidazione giudiziale. La società è, pertanto, priva di valore economico.

5.3. LA VALUTAZIONE DELLA SOLCAP GREEN

5.3.1. La stima dei flussi di cassa.

Sono stati considerati i flussi di cassa desunti dal *Business Plan* fornito dalla società, le cui assunzioni – all'esito dell'interlocuzione costante e costruttiva con il *management* aziendale – sono state ritenute condivisibili dai valutatori.

I valutatori hanno ripercorso, con l'ausilio del *management* medesimo, le ipotesi sottostanti la costruzione dei piani e hanno ritenuto che queste fossero razionali e motivate, sì da poterle recepire nella stima del valore economico del capitale.

Si riportano di seguito i flussi di cassa prospettici 2024-2038 così come forniti dalla Società.

DETERMINAZIONE DEL VALORE ECONOMICO DELLE SOCIETÀ DEI

TABELLA N. 48 – FLUSSI DI CASSA OPERATIVI PROSPETTICI 2024-2038

Partecipazione Solcap - DCF		Proiezioni FY24	Proiezioni FY25	Proiezioni FY26	Proiezioni FY27	Proiezioni FY28	Proiezioni FY29	Proiezioni FY30	Proiezioni FY31	Proiezioni FY32	Proiezioni FY33	Proiezioni FY34	Proiezioni FY35	Proiezioni FY36	Proiezioni FY37	Proiezioni FY38
Ricavi Totali	€ 000	962,7	981,8	1.000,7	1.005,4	1.000,3	995,3	990,4	937,4	541,1	245,0	243,8	242,6	241,4	240,2	239,0
<i>crescita y-o-y</i>	%		2,0%	1,9%	0,5%	-0,5%	-0,5%	-0,5%	-5,4%	-42,3%	-54,7%	-0,5%	-0,5%	-0,5%	-0,5%	-0,5%
EBITDA	€ 000	802,2	820,2	838,0	841,6	835,4	829,3	823,2	769,0	371,6	74,3	71,9	69,5	67,1	64,6	62,2
<i>Ebitda margin</i>	%	83,3%	83,5%	83,7%	83,7%	83,5%	83,3%	83,1%	82,0%	68,7%	30,3%	29,5%	28,6%	27,8%	26,9%	26,0%
Ammortamenti immobilizzazioni	€ 000	(393,1)	(393,1)	(393,1)	(393,1)	(393,1)	(393,1)	(393,1)	(393,1)	(147,0)	(9,8)	(6,3)	-	-	-	-
Svalutazioni & Accantonamenti	€ 000	(2,0)	(2,0)	(2,0)	(2,0)	(2,0)	(2,0)	(2,0)	(2,0)	(2,0)	(2,0)	(2,0)	(2,0)	(2,0)	(2,0)	(2,0)
EBIT	€ 000	407,1	425,1	442,9	446,5	440,3	434,2	428,1	373,9	222,6	62,5	63,6	67,5	65,1	62,6	60,2
Imposte figurative	€ 000	(113,6)	(118,6)	(123,6)	(124,6)	(122,9)	(121,1)	(119,4)	(104,3)	(62,1)	(17,4)	(17,7)	(18,8)	(18,2)	(17,5)	(16,8)
NOPLAT	€ 000	293,5	306,5	319,3	321,9	317,5	313,1	308,6	269,6	160,5	45,1	45,9	48,7	46,9	45,2	43,4
+ Ammortamenti immobilizzazioni	€ 000	393,1	393,1	393,1	393,1	393,1	393,1	393,1	393,1	147,0	9,8	6,3	-	-	-	-
+ Svalutazioni & Accantonamenti	€ 000	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0
+/- Variazione capitale circolante	€ 000	329,8	(0,2)	(0,1)	2,2	3,8	3,8	3,8	11,8	69,0	52,3	3,2	3,2	3,2	3,2	(46,4)
+/- Variazione Crediti/Debiti tributari	€ 000	194,0	(7,9)	(0,1)	(4,1)	(2,8)	-	-	(13,9)	(28,2)	(2,5)	46,7	0,8	(1,8)	-	69,0
+/- Variazione altri fondi	€ 000	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	(52,0)
+/- (Investimenti)/Disinvestimenti	€ 000	(0,0)	(0,0)	(0,0)	(0,0)	(0,0)	-	-	-	(5,4)	-	-	3,0	-	-	-
- Costi di Decommissioning	€ 000	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	(286,4)
Flussi di cassa operativi (UFCF)	€ 000	1.214,4	695,5	716,2	717,1	715,6	714,0	709,6	664,6	347,0	108,7	106,1	59,7	52,3	52,4	(270,5)

5.3.2. La stima del costo del capitale.

Tale parametro è indentificato nel W.A.C.C., di cui si riporta il procedimento di costruzione:

TABELLA 49 – STIMA DEL COSTO MEDIO PONDERATO DEL CAPITALE
(W.A.C.C.)

SOLCAP	
Beta levered	0,58
Beta unlevered	0,58
Aliquota imposta	0,24
Debiti finanziari	37.827
Equity	4.011.227
Capitale investito	4.049.054
Saggio free risk	4,35%
Premio rischio	7,10%
Beta levered	0,58
<i>Cost of Equity "Ke"</i>	8,50%
<i>Ke corretto</i>	8,50%
Costo debito	6,1%
Aliquota imposta	24,0%
<i>Net Cost of debt "Kd"</i>	4,60%
D/E	0,01
Debt/(Debt+Equity)	0,01
Equity/(Debt+Equity)	0,99
WACC	8,46%

5.3.3. La stima del valore economico del capitale.

La stima del valore economico del capitale deriva dalla somma dei flussi di cassa prospettici attualizzati al 31.12.2023, come indicato nel prospetto seguente:

TABELLA 50 – STIMA DEL VALORE ECONOMICO (W) DELLA SOCIETÀ

Partecipazione Solcap - W	31/12/2024	31/12/2025	31/12/2026	31/12/2027	31/12/2028	31/12/2029	31/12/2030	31/12/2031	31/12/2032	31/12/2033	31/12/2034	31/12/2035	31/12/2036	31/12/2037	31/12/2038
Flussi di cassa operativi (UFCF)	1214,43	695,52	716,20	717,09	715,58	714,00	709,60	664,60	347,00	108,70	106,10	59,70	52,30	52,40	-270,50
WACC	8,46%	8,46%	8,46%	8,46%	8,46%	8,46%	8,46%	8,46%	8,46%	8,46%	8,46%	8,46%	8,46%	8,46%	8,46%
Fattore di attualizzazione	0,92	0,85	0,78	0,72	0,67	0,61	0,57	0,52	0,48	0,44	0,41	0,38	0,35	0,32	0,30
Flussi di cassa operativi (UFCF) attualizzati	1.119,69	591,24	561,32	518,18	476,75	438,59	401,88	347,03	167,06	48,25	43,42	22,53	18,19	16,81	- 79,99

Σ flussi di cassa operativi attualizzati	4690,94
Posizione Finanziaria Netta	38
Valore economico del capitale (W)	4.653
% capitale sociale	100%
Valore economico partecipazione	4653

5.3.4. Conclusioni

Il valore del capitale economico (W) è stato determinato tramite l'attualizzazione al 31.12.2023 dei flussi di cassa prospettici 2024-2038, senza considerare il valore terminale dato che la valutazione è stata effettuata a vita utile definita e le proiezioni tengono conto della durata della tariffa incentivante, riconosciuta per un periodo di vent'anni a decorrere dalla data di entrata in esercizio dell'impianto. **Il valore economico di Solcap Green è stimato in € 4.653 (migliaia) ed il valore della partecipazione di Green Network Spa in Solcap Green (100%) è pari a € 4.653 (migliaia).**

I valutatori rilevano che sulla partecipazione di Green Network S.p.a. in Solcap Green insiste il pegno a favore della E-DISTRIBUZIONE S.p.a. come da visura estratta il 21.12.2023; mentre, è emersa – dalle informazioni presenti nell'archivio della Centrale rischi del 18.1.2024 – assenza di garanzie reali e/o privilegi.

5.4. LA VALUTAZIONE DELLA GREEN WIND 2

5.4.1. La stima dei flussi di cassa.

Sono stati considerati i flussi di cassa desunti dal *Business Plan* fornito dalla società, le cui assunzioni – all'esito dell'interlocuzione costante e costruttiva con il *management* aziendale – sono state ritenute condivisibili dai valutatori.

I valutatori hanno ripercorso, con l'ausilio del *management* medesimo, le ipotesi sottostanti la costruzione dei piani e hanno ritenuto che queste fossero razionali e motivate, sì da poterle recepire nella stima del valore economico del capitale.

Si riportano di seguito i flussi di cassa prospettici 2024-2028 così come forniti dalla Società.

TABELLA 51 – FLUSSI DI CASSA OPERATIVI PROSPETTICI 2024-2028

Partecipazione GW2 - DCF		Proiezioni	Proiezioni	Proiezioni	Proiezioni	Proiezioni
		FY24	FY25	FY26	FY27	FY28
Ricavi Totali	€ 000	336,9	371,2	369,7	368,2	272,8
<i>crescita y-o-y</i>	%		10,2%	-0,4%	-0,4%	-25,9%
EBITDA	€ 000	11,3	158,1	280,4	278,2	242,9
<i>Ebitda margin</i>	%	3,4%	42,6%	75,8%	75,5%	89,0%
Ammortamenti immobilizzazioni	€ 000	(0,7)	(0,7)	(0,7)	-	-
EBIT	€ 000	10,6	157,4	279,7	278,2	242,9
Imposte figurative	€ 000	(3,1)	(45,4)	(80,6)	(80,2)	(70,0)
NOPLAT	€ 000	7,6	112,1	199,1	198,0	172,9
+ Ammortamenti immobilizzazioni	€ 000	0,7	0,7	0,7	-	-
+/- Variazione capitale circolante	€ 000	836,6	72,2	4,2	4,2	(5,7)
+/- Variazione Crediti/Debiti tributari	€ 000	61,6	36,2	8,6	(45,3)	105,7
+/- (Investimenti)/Disinvestimenti	€ 000	(0,1)	0,1	0,1	0,1	0,1
Flussi di cassa operativi (UFCF)	€ 000	906,4	221,4	212,8	157,1	273,1

5.4.2. La stima del costo del capitale.

Tale parametro è indentificato nel W.A.C.C., di cui si riporta il procedimento di costruzione:

TABELLA 52 – STIMA DEL COSTO MEDIO PONDERATO DEL CAPITALE (W.A.C.C.)

GREEN WIND 2	
Beta levered	2,10
Beta unlevered	0,58
Aliquota imposta	0,24
Debiti finanziari	894.499
Equity	258.847
Capitale investito	1.153.346
Saggio free risk	4,35%
Premio rischio	7,10%
Beta levered	2,10
Cost of Equity "Ke"	19,28%
Ke corretto	19,28%
Costo debito	6,1%
Aliquota imposta	24,0%
Net Cost of debt "Kd"	4,60%
D/E	3,46
Debt/(Debt+Equity)	0,78
Equity/(Debt+Equity)	0,22
WACC	7,89%

5.4.3. La stima del valore economico del capitale.

La stima del valore economico del capitale deriva dalla somma dei flussi di cassa prospettici attualizzati al 31.12.2023, come indicato nel prospetto seguente:

TABELLA 53 – STIMA DEL VALORE ECONOMICO (W) DELLA SOCIETÀ

Partecipazione GW2 - W	31/12/2024	31/12/2025	31/12/2026	31/12/2027	31/12/2028
Flussi di cassa operativi (UFCF)	906,42	221,38	212,77	157,10	273,06
WACC	7,89%	7,89%	7,89%	7,89%	7,89%
Fattore di attualizzazione	0,93	0,86	0,80	0,74	0,68
Flussi di cassa operativi (UFCF) attualizzati	840,10	190,18	169,40	115,93	186,76
Σ flussi di cassa operativi attualizzati	1502,37				
Posizione Finanziaria Netta	894				
Valore economico del capitale (W)	608				
% capitale sociale	91,07%				
Valore economico partecipazione	554				

5.4.4. Conclusioni

Il valore del capitale economico (W) è stato determinato tramite l'attualizzazione al 31.12.2023 dei flussi di cassa prospettici 2024-2028, senza considerare il valore terminale dato che la valutazione è stata effettuata a vita utile definita e le proiezioni tengono conto della durata della tariffa incentivante, riconosciuta per un periodo di vent'anni a decorrere dalla data di entrata in esercizio dell'impianto. **Il valore economico di Green Wind 2 è stimato in € 608 (migliaia) ed il valore della partecipazione di in Green Wind 2 pari al 91,07%, è di € 554 (migliaia).**

I valutatori rilevano che sulla partecipazione di Green Network S.p.a. in Green Wind 2 insiste il pegno a favore della E-DISTRIBUZIONE S.p.a., come indicato nella visura estratta il 20.12.2023; mentre, è emersa – dalle informazioni presenti nell'archivio della Centrale rischi del 18.1.2024 – assenza di garanzie reali e/o privilegi.

5.5. LA VALUTAZIONE DELLA RENA ENERGIA

5.5.1. La stima del valore economico del capitale

La stima è stata effettuata con il metodo patrimoniale semplice, facendo riferimento al valore contabile del P.N. al 31.12.2022 e al 31.12.2021:

TABELLA 54 – P.N. RENA ENERGIA 2022/2021

PASSIVO	2022	2021
A) Patrimonio netto	- 159.893	43.622
B) Fondi per rischi e oneri		-
C) Tfr	2.172	1.681
D) Debiti	5.391.834	5.641.502
E) Ratei e risconti	-	-
Totale passivo	5.234.113	5.599.561

5.5.2. Conclusioni.

Considerata la negatività del patrimonio netto nel biennio 2022/2021, **Rena Energia e la partecipazione di in Rena Energia sono privi di valore economico.**

I valutatori rilevano che sulla partecipazione di in Rena Energia insiste il pegno a favore della E-DISTRIBUZIONE S.p.a., come indicato nella visura estratta il 20.12.2023; inoltre, è emersa – dalle informazioni presenti nell'archivio della Centrale rischi del 18.1.2024 – l'iscrizione di un'ipoteca per € 437.339 sottoscritta da

ASTE
GIUDIZIARIE®

DETERMINAZIONE DEL VALORE ECONOMICO DELLE SOCIETÀ DEI

ASTE
GIUDIZIARIE®

ASTE
GIUDIZIARIE®

ASTE
GIUDIZIARIE®

ASTE
GIUDIZIARIE®

ASTE
GIUDIZIARIE®

ASTE
GIUDIZIARIE®

ASTE
GIUDIZIARIE®

ASTE
GIUDIZIARIE®

ASTE
GIUDIZIARIE®

5.7. LA VALUTAZIONE DELLA SPECTRUM TECH

5.7.1. La stima dei flussi di cassa.

Sono stati considerati i flussi di cassa desunti dal *Business Plan* fornito dalla società, le cui assunzioni – all’esito dell’interlocuzione costante e costruttiva con il *management* aziendale – sono state ritenute condivisibili dai valutatori.

I valutatori hanno ripercorso, con l’ausilio del *management* medesimo, le ipotesi sottostanti la costruzione dei piani e hanno ritenuto che queste fossero razionali e motivate, sì da poterle recepire nella stima del valore economico del capitale.

Si riportano di seguito i flussi di cassa prospettici 2024-2031 così come forniti dalla Società.

ASTE
GIUDIZIARIE®

ASTE
GIUDIZIARIE®

TABELLA 58 – FLUSSI DI CASSA OPERATIVI PROSPETTICI 2024-2031

Partecipazione SPECTRUM - DCF		Proiezioni FY24	Proiezioni FY25	Proiezioni FY26	Proiezioni FY27	Proiezioni FY28	Proiezioni FY29	Proiezioni FY30	Proiezioni FY31
Ricavi Totali	€ 000	2.265,5	2.340,9	2.391,0	2.423,3	2.379,3	2.308,7	2.222,1	2.155,8
<i>crescita y-o-y</i>	%		3,3%	2,1%	1,4%	-1,8%	-3,0%	-3,8%	-3,0%
EBITDA	€ 000	1.624,2	1.694,6	1.739,6	1.766,8	1.717,6	1.641,7	1.549,8	1.478,1
<i>Ebitda margin</i>	%	71,7%	72,4%	72,8%	72,9%	72,2%	71,1%	69,7%	68,6%
Ammortamenti immobilizzazioni	€ 000	(1.037,6)	(814,6)	-	-	-	-	-	-
Svalutazioni & Accantonamenti	€ 000	-	-	-	-	-	-	-	(90,0)
EBIT	€ 000	586,7	880,0	1.739,6	1.766,8	1.717,6	1.641,7	1.549,8	1.388,1
Imposte figurative	€ 000	(93,9)	(140,8)	(278,3)	(282,7)	(274,8)	(262,7)	(248,0)	(222,1)
NOPLAT	€ 000	492,8	739,2	1.461,2	1.484,1	1.442,7	1.379,0	1.301,8	1.166,0
+ Ammortamenti immobilizzazioni	€ 000	1.037,6	814,6	-	-	-	-	-	-
+ Svalutazioni & Accantonamenti	€ 000	-	-	-	-	-	-	-	90,0
+/- Variazione capitale circolante	€ 000	(757,1)	(533,6)	(1,7)	(1,1)	1,5	2,4	3,0	173,2
+/- Variazione Crediti/Debiti tributari	€ 000	22,4	26,2	88,9	(133,2)	(12,2)	(4,3)	(2,6)	14,7
+/- Variazione altri fondi	€ 000	-	-	-	-	-	-	-	-
+/- (Investimenti)/Disinvestimenti	€ 000	238,9	-	-	-	-	-	-	197,8
Flussi di cassa operativi (UFCF)	€ 000	1.034,6	1.046,4	1.548,4	1.349,8	1.432,0	1.377,1	1.302,2	1.641,7

5.7.2. La stima del costo del capitale.

Tale parametro è indentificato nel W.A.C.C., di cui si riporta il procedimento di costruzione:

TABELLA 59 – STIMA DEL COSTO MEDIO PONDERATO DEL CAPITALE
(W.A.C.C.)

SPECTRUM	
Beta levered	1,23
Beta unlevered	0,58
Aliquota imposta	0,24
Debiti finanziari	701.814
Equity	473.575
Capitale investito	1.175.389
Saggio free risk	6,43%
Premio rischio	9,40%
Beta levered	1,23
Cost of Equity "Ke"	18,02%
Ke corretto	18,02%
Costo debito	6,1%
Aliquota imposta	24,0%
Net Cost of debt "Kd"	4,60%
D/E	1,48
Debt/(Debt+Equity)	0,60
Equity/(Debt+Equity)	0,40
WACC	10,01%

I valutatori precisano che, per la valutazione di tale Società, hanno considerato il tasso privo di rischio sui titoli decennali del debito pubblico romeno e il rischio paese relativo, giustappunto, alla Romania. È stata considerata, pertanto, la medesima *maturity* per la stima del tasso privo di rischio.

5.7.3. La stima del valore economico del capitale.

La stima del valore economico del capitale deriva dalla somma dei flussi di cassa prospettici attualizzati al 31.12.2023, come indicato nel prospetto seguente:

TABELLA 60 – STIMA DEL VALORE ECONOMICO (W) DELLA SOCIETÀ

Partecipazione SPECTRUM - W	31/12/2024	31/12/2025	31/12/2026	31/12/2027	31/12/2028	31/12/2029	31/12/2030	31/12/2031
Flussi di cassa operativi (UFCF)	1034,60	1046,40	1548,40	1349,80	1432,00	1377,10	1302,20	1641,70
WACC	10,01%	10,01%	10,01%	10,01%	10,01%	10,01%	10,01%	10,01%
Fattore di attualizzazione	0,91	0,83	0,75	0,68	0,62	0,56	0,51	0,47
Flussi di cassa operativi (UFCF) attualizzati	940,49	864,69	1.163,12	921,70	888,88	777,05	667,94	765,48
Σ flussi di cassa operativi attualizzati				6989,35				
Posizione Finanziaria Netta				702				
Valore economico del capitale (W)				6.288				
% capitale sociale				55,36%				
Valore economico partecipazione				3481				

5.7.4. Conclusioni

Il valore del capitale economico (W) è stato determinato tramite l'attualizzazione al 31.12.2023 dei flussi di cassa prospettici 2024-2031, senza considerare il valore terminale dato che la valutazione è stata effettuata a vita utile definita e le proiezioni tengono conto della durata dei certificati verdi, rilasciati dal GSE per ulteriori otto anni. **Il valore economico di Spectrum Tech è di € 6.288 (migliaia) e il valore della partecipazione di Green Network Spa in Spectrum Tech (55,36%) è stimato in € 3.481 (migliaia).**

5.8. LA VALUTAZIONE DELLA SOLERGYS

5.8.1. La stima dei flussi di cassa.

Sono stati considerati i flussi di cassa desunti dal *Business Plan* fornito dalla società, le cui assunzioni – all'esito dell'interlocuzione costante e costruttiva con il *management* aziendale – sono state ritenute condivisibili dai valutatori.

I valutatori hanno ripercorso, con l'ausilio del *management* medesimo, le ipotesi sottostanti la costruzione dei piani e hanno ritenuto che queste fossero razionali e motivate, sì da poterle recepire nella stima del valore economico del capitale.

Si riportano di seguito i flussi di cassa prospettici 2024-2031 così come forniti dalla Società.

TABELLA 61 – FLUSSI DI CASSA OPERATIVI PROSPETTICI 2024-2031

Partecipazione Solergys - DCF		Proiezioni FY24	Proiezioni FY25	Proiezioni FY26	Proiezioni FY27	Proiezioni FY28	Proiezioni FY29	Proiezioni FY30	Proiezioni FY31
Ricavi Totali	€ 000	2.144,2	2.197,6	2.250,4	2.239,2	2.228,0	2.216,9	2.205,8	181,3
<i>crescita y-o-y</i>	%		2,5%	2,4%	-0,5%	-0,5%	-0,5%	-0,5%	-91,8%
EBITDA	€ 000	1.240,4	1.293,5	1.346,0	1.334,5	1.323,0	1.397,6	1.774,2	(146,7)
<i>Ebitda margin</i>	%	57,8%	58,9%	59,8%	59,6%	59,4%	63,0%	80,4%	-80,9%
Ammortamenti immobilizzazioni	€ 000	(614,9)	(614,9)	(614,9)	(614,9)	(614,9)	(637,1)	(574,0)	(725,7)
Svalutazioni & Accantonamenti	€ 000	-	-	-	-	-	-	-	-
EBIT	€ 000	625,5	678,6	731,1	719,6	708,1	760,5	1.200,2	(872,4)
Imposte figurative	€ 000	(174,5)	(189,3)	(204,0)	(200,8)	(197,6)	(212,2)	(334,8)	-
NOPLAT	€ 000	451,0	489,3	527,1	518,8	510,5	548,3	865,3	(872,4)
+ Ammortamenti immobilizzazioni	€ 000	614,9	614,9	614,9	614,9	614,9	637,1	574,0	725,7
+ Svalutazioni & Accantonamenti	€ 000	-	-	-	-	-	-	-	-
+/- Variazione capitale circolante	€ 000	(81,8)	(129,0)	(128,6)	(91,3)	(91,3)	(138,5)	(552,2)	1.048,2
+/- Variazione Crediti/Debiti tributari	€ 000	(89,6)	27,9	(2,4)	(10,7)	(7,7)	18,0	117,9	107,7
+/- Variazione altri fondi	€ 000	-	-	-	-	-	-	-	(31,2)
+/- (Investimenti)/Disinvestimenti	€ 000	(0,4)	0,0	0,0	0,0	0,0	(69,0)	-	-
- Costi di Decommissioning	€ 000	-	-	-	-	-	-	-	(308,4)
Flussi di cassa operativi (UFCF)	€ 000	894,0	1.003,1	1.011,0	1.031,7	1.026,4	995,8	1.005,1	669,6

5.8.2. La stima del costo del capitale.

Tale parametro è indentificato nel W.A.C.C., di cui si riporta il procedimento di costruzione:

DETERMINAZIONE DEL VALORE ECONOMICO DELLE SOCIETÀ DEL

TABELLA 62 – STIMA DEL COSTO MEDIO PONDERATO DEL CAPITALE
(W.A.C.C.)

SOLERGYS	
Beta levered	0,93
Beta unlevered	0,58
Aliquota imposta	0,24
Debiti finanziari	2.190.336
Equity	2.757.564
Capitale investito	4.947.900
Saggio free risk	4,35%
Premio rischio	7,10%
Beta levered	0,93
Cost of Equity "Ke"	10,95%
Ke corretto	10,95%
Costo debito	6,1%
Aliquota imposta	24,0%
Net Cost of debt "Kd"	4,60%
D/E	0,79
Debt/(Debt+Equity)	0,44
Equity/(Debt+Equity)	0,56
WACC	8,14%

5.8.3. La stima del valore economico del capitale.

La stima del valore economico del capitale deriva dalla somma dei flussi di cassa prospettici attualizzati al 31.12.2023, come indicato nel prospetto seguente:

TABELLA 63 – STIMA DEL VALORE ECONOMICO (W) DELLA SOCIETÀ

Partecipazione SOLERGYS - W	31/12/2024	31/12/2025	31/12/2026	31/12/2027	31/12/2028	31/12/2029	31/12/2030	31/12/2031
Flussi di cassa operativi (UFCF)	894,05	1003,14	1011,05	1031,74	1026,40	995,80	1005,10	669,60
WACC	8,14%	8,14%	8,14%	8,14%	8,14%	8,14%	8,14%	8,14%
Fattore di attualizzazione	0,92	0,86	0,79	0,73	0,68	0,63	0,58	0,53
Flussi di cassa operativi (UFCF) attualizzati	826,75	857,80	799,48	754,43	694,03	622,65	581,16	358,03
Σ flussi di cassa operativi				5494,34				
Posizione Finanziaria Netta				2.190				
Valore economico del capitale (W)				3.304				
% capitale sociale				49%				
Valore economico partecipazione				1619				

5.8.4. Conclusioni

Il valore del capitale economico (W) è stato determinato tramite l'attualizzazione al 31.12.2023 dei flussi di cassa prospettici 2024-2031, senza considerare il valore terminale

DETERMINAZIONE DEL VALORE ECONOMICO DELLE SOCIETÀ

dato che la valutazione è stata effettuata a vita utile definita e le proiezioni tengono conto della durata della tariffa incentivante, riconosciuta per un periodo di vent'anni a decorrere dalla data di entrata in esercizio dell'impianto. **Il valore economico di Solergys è stimato in € 3.304 (migliaia) e il valore della partecipazione di Green Network Spa in Solergys (49%) in € 1.619 (migliaia).**

È emersa – dalle informazioni presenti nell'archivio della Centrale rischi del 18.1.2024 – l'iscrizione di una garanzia sottoscritta da Green Network S.p.a. del valore di € 2.499.000 (importo garantito € 1.875.000) e da . del valore di € 2.601.000 (importo garantito € 1.875.000).



DETERMINAZIONE DEL VALORE ECONOMICO DELLE SOCIETÀ DEI



6. CONCLUSIONI GENERALI

Si riporta di seguito un prospetto riepilogativo con l'indicazione del valore economico (W) di tutte le società oggetto di valutazione:



TABELLA 66 – RIEPILOGO CAPITALE ECONOMICO (W) DELLE SOCIETÀ VALUTATE⁶

Società	Metodo di valutazione	Epoca di valutazione	E.V.	PFN	W	% partecipazione	W partecipazione
Solcap	Finanziario a vita utile definita	31/12/2023	4691	38	4653	100,00%	4653
Green Wind 2	Finanziario a vita utile definita	31/12/2023	1502	894	608	91,07%	554
Rena	Patrimoniale semplice	31/12/2023	0	-	-	-	0
	Finanziario a vita utile definita	31/12/2023	-149	220	0	100,00%	0
Spectrum	Finanziario a vita utile definita	31/12/2023	6989	702	6288	55,36%	3481
Solergys	Finanziario a vita utile definita	31/12/2023	5494	2190	3304	49,00%	1619
	Patrimoniale semplice	31/12/2023	0	-	-	-	0
	Patrimoniale semplice	31/12/2023	0	-	-	-	0
	Patrimoniale semplice	31/12/2023	0	-	-	-	0

⁶ Valori in migliaia. I valutatori precisano che non sono stati calcolati sconti di minoranza e premi di maggioranza per la stima del valore economico di ciascuna partecipazione; si è fatto riferimento, pertanto, al valore proporzionale.

DETERMINAZIONE DEL VALORE ECONOMICO DELLE SOCIETÀ

Gli scriventi ringraziano per la fiducia accordata e sono disponibili a fornire qualunque chiarimento fosse ritenuto necessario.

Con osservanza.

Roma, 02 febbraio 2024

PROF. GIUSEPPE SANCETTA

DOTT. CARLO RAVAZZIN