



**AMBIENTHESIS**

**AMBIENTHESIS S.p.A.**

Sede legale in Segrate (MI), Via Cassanese n. 45

Capitale Sociale Euro 48.204.000,00= i.v.

Cod. Fisc. e Registro Imprese di Milano n. 10190370154

Partita IVA n. 02248000248

Documento Informativo relativo ad operazione di maggiore rilevanza  
effettuata con parte correlata

Acquisto da Rea Dalmine S.p.A. dell'80% delle quote della società di diritto  
polacco Ekotekno Sp. z o.o. e dell'80% del credito per finanziamento soci vantato  
da Rea Dalmine S.p.A. verso la stessa Ekotekno Sp. z o.o.

*(predisposto ai sensi dell'art. 5 del "Regolamento recante disposizioni in materia di operazioni con parti correlate" adottato da Consob con delibera n. 17221 del 12 marzo 2010, come modificato con delibera n. 17389 del 23 giugno 2010, ed in conformità a quanto in merito previsto dall'Allegato 4 al medesimo regolamento)*

14 marzo 2017

Il presente Documento Informativo, pubblicato in data 21 marzo 2017, è a disposizione del pubblico presso la sede legale di Ambientthesis S.p.A., sul sito internet della Società [www.ambientthesis.it](http://www.ambientthesis.it), nella sezione 'Investor Relations', alla voce 'Documenti e Prospetti', nonché sul meccanismo di stoccaggio autorizzato 1INFO ([www.1info.it](http://www.1info.it)).

## INDICE

PRINCIPALI DEFINIZIONI .....	3
PREMESSA.....	5
1. AVVERTENZE .....	7
1.1 Rischi connessi a potenziali conflitti di interesse derivanti dall’Operazione con parte correlata oggetto del Documento Informativo.....	7
2. INFORMAZIONI RELATIVE ALL’OPERAZIONE.....	8
2.1 Descrizione delle caratteristiche, modalità, termini e condizioni dell’Operazione .....	8
2.2 Indicazione delle parti correlate con cui l’Operazione è stata posta in essere, della natura della correlazione, nonché della natura e della portata degli interessi di tali parti nell’Operazione.....	11
2.3 Indicazione delle motivazioni economiche e della convenienza dell’Operazione per Ambienthesis S.p.A.....	11
2.4 Modalità di determinazione del corrispettivo dell’Operazione e valutazioni circa la sua congruità rispetto ai valori di mercato .....	12
2.5 Illustrazione degli effetti economici, patrimoniali e finanziari dell’Operazione con rappresentazione degli indici di rilevanza applicabili .....	13
2.6 Incidenza dell’Operazione sui compensi spettanti ai membri dell’organo di amministrazione della Società e/o di società da essa controllate.....	15
2.7 Eventuali componenti degli organi di amministrazione e di controllo, direttori generali e dirigenti della Società coinvolti nell’Operazione.....	15
2.8 Indicazione degli organi sociali o degli amministratori che hanno condotto o partecipato alle trattative e/o approvato l’Operazione, con specificazione dei rispettivi ruoli.....	15
2.9 Rilevanza dell’Operazione derivante dal cumulo di due operazioni distinte compiute con la medesima parte correlata in esecuzione di un disegno unitario .....	16
ALLEGATI.....	17
Allegato “A” – Parere motivato del Comitato Controllo e Rischi .....	17
Allegato “B” – <i>Fairness Opinion</i> redatta dall’esperto indipendente Prof. Giorgio Venturini.....	17

## PRINCIPALI DEFINIZIONI

Sono riportate di seguito le definizioni relative ai termini principali (elencati in ordine alfabetico) impiegati all'interno del presente Documento Informativo:

- ◆ “Comitato Controllo e Rischi”, “CCR” o “Comitato”: il Comitato Controllo e Rischi di Ambienthesis S.p.A., ossia il comitato endoconsiliare preposto anche al preventivo esame delle operazioni effettuate con parti correlate, composto interamente da amministratori indipendenti.
- ◆ “Consiglio”: il Consiglio di Amministrazione di Ambienthesis S.p.A.
- ◆ “Consob”: la Commissione Nazionale per le Società e la Borsa, con sede in Roma, Via G.B. Martini n. 3.
- ◆ “Contratto di Compravendita”: la scrittura privata autenticata (in forza di apposito atto notarile stipulato in Polonia in data 14 marzo 2017) disciplinante l'operazione tra Rea Dalmine S.p.A. (parte venditrice) ed Ambienthesis S.p.A. (parte acquirente) come infra definita (l'“Operazione”).
- ◆ “Corrispettivo”: l'importo omnicomprendente di Euro 2.790.000,00= al quale l'Operazione è stata perfezionata e che Ambienthesis S.p.A. si è impegnata a regolare nel seguente modo: (a) Euro 2.000.000,00= da pagarsi alla società di diritto polacco Two Trees Giovannini Sp. J. a seguito dell'accordo transattivo del 6 dicembre 2016 sottoscritto tra, da una parte, Ambienthesis S.p.A. in solido con Rea Dalmine S.p.A. e, dall'altra, la stessa Two Trees (la “Transazione”); (b) Euro 790.000,00= da pagarsi alla Rea Dalmine S.p.A. a titolo di saldo definitivo per la cessione della Quota e del Credito.
- ◆ “Credito”: il credito di importo nominale di Euro 539.892,54= (in linea capitale e per interessi maturati alla Data dell'Operazione), pari all'80% del credito per finanziamento soci vantato da Rea Dalmine S.p.A. nei confronti della partecipata di diritto polacco Ekotekno Sp. z o.o. (il cui ammontare complessivo è di Euro 674.865,67=, di cui Euro 622.500,00= in linea capitale ed Euro 52.365,67 per interessi) e da Rea Dalmine S.p.A. ceduto ad Ambienthesis S.p.A. contestualmente alla cessione della Quota.
- ◆ “Data dell'Operazione”: la data (14 marzo 2017) in cui si è perfezionata l'Operazione.
- ◆ “Documento Informativo”: il presente documento informativo (unitamente ai relativi allegati), redatto, a seguito di operazione di maggiore rilevanza effettuata con parte correlata, ai sensi dell'art. 5 del Regolamento Consob recante disposizioni in materia di operazioni con parti correlate (il “Regolamento Consob OPC”) ed in conformità a quanto in tal senso previsto dall'Allegato 4 al Regolamento medesimo (“Documento informativo relativo ad operazioni di maggiore rilevanza con parti correlate”).
- ◆ “Ekotekno”: Ekotekno Sp. z o.o., società a responsabilità limitata di diritto polacco con sede legale ed operativa in Częstochowa (Polonia), Via Żwirki i Wigury n. 6/14, int. 16, CAP 42-217, iscritta alla Sezione XVII Commerciale del Registro Nazionale Giudiziario polacco (KRS) al numero 0000299043 con codice attività 240832720 e P. IVA 5732724361 – società deputata allo sviluppo dell'Iniziativa come infra definita, nonché oggetto dell'Operazione.
- ◆ “Emittente”, “ATH” o “Società”: Ambienthesis S.p.A., con sede legale in Segrate (MI), Via Cassanese n. 45, codice fiscale e numero d'iscrizione al Registro delle Imprese di Milano 10190370154, P. IVA 02248000248, R.E.A. di Milano n. 1415152 – società acquirente della Quota e del Credito.
- ◆ “Fairness Opinion”: il parere valutativo richiesto dal Comitato ad un esperto indipendente, individuato nella persona del Prof. Giorgio Venturini, avente la specifica finalità di esprimere un giudizio indipendente di natura tecnico-valutativa sulla congruità del possibile corrispettivo a cui realizzare l'Operazione (Allegato “B” al presente documento informativo).

- ◆ “Finanziamento”: l’ammontare complessivo del finanziamento di parte pubblica/governativa che è stato richiesto dalla Ekotekno Sp. z o.o. al fine della realizzazione dell’Impianto.
- ◆ “Fondo Governativo Polacco”: l’ente di diritto pubblico polacco denominato ‘Fondo Nazionale per la Tutela dell’Ambiente e del Sistema Idrico’ (NFOŚiGW).
- ◆ “Gruppo Ambienthesis” o “Gruppo ATH”: Ambienthesis S.p.A., unitamente alle società che sono incluse nell’area di consolidamento.
- ◆ “Impianto”: il costruendo impianto di cui all’Iniziativa come infra definita.
- ◆ “Iniziativa”: la realizzazione e la gestione in Polonia, all’interno della Regione di Łódź, di un impianto per il trattamento e il recupero dei rifiuti solidi urbani ed assimilabili con annessa discarica da circa 1 Mln di mc di capacità a servizio dell’impianto medesimo.
- ◆ “Operazione”: l’operazione illustrata nel presente documento informativo, concernente l’acquisizione dalla società parte correlata Rea Dalmine S.p.A. di: (i) una quota pari all’80% del capitale sociale della società di diritto polacco Ekotekno Sp. z o.o. (la “Quota”) e (ii) il credito di importo nominale pari ad Euro 539.892,54= (in linea capitale e per interessi maturati alla data del 14 marzo 2017), corrispondente all’80% del credito per finanziamento soci vantato dalla Rea Dalmine S.p.A. verso la stessa Ekotekno Sp. z o.o. (il “Credito”).
- ◆ “Parere del Comitato”: il parere motivato reso al Consiglio dal Comitato Controllo e Rischi in data 3 marzo 2017 (Allegato “A” al presente documento informativo), nel quale il Comitato ha sintetizzato l’istruttoria condotta sull’Operazione, nonché i relativi esiti.
- ◆ “Procedura OPC”: la procedura concernente la disciplina delle operazioni con Parti Correlate adottata da Ambienthesis S.p.A., approvata dal Consiglio in data 12 novembre 2010, nella versione da ultimo emendata, ossia la ‘Versione 2.1’ del 25 gennaio 2017.
- ◆ “Quota”: la quota di partecipazione nella Ekotekno Sp. z o.o. ceduta, alla Data dell’Operazione, da Rea Dalmine S.p.A. ad Ambienthesis S.p.A., pari all’80% del valore nominale del capitale sociale della stessa Ekotekno Sp. z o.o..
- ◆ “REA”: Rea Dalmine S.p.A., con sede legale in Dalmine (BG), Via Dossi snc, codice fiscale e numero d’iscrizione al Registro delle Imprese di Bergamo 02486950161, P. IVA 02486950161, R.E.A. di Bergamo n. 293829 – società venditrice della Quota e del Credito.
- ◆ “Regolamento Emittenti”: il Regolamento di attuazione del D.Lgs. n. 58/1998 (Testo Unico della Finanza – TUF), adottato da Consob con delibera n. 11971 del 14 maggio 1999 (come successivamente modificato ed integrato) e concernente gli emittenti.
- ◆ “Regolamento Consob OPC”: il Regolamento recante disposizioni in materia di operazioni con parti correlate adottato da Consob con delibera n. 17221 del 12 marzo 2010 e poi modificato con successiva delibera n. 17389 del 23 giugno 2010.
- ◆ “Transazione”: l’accordo transattivo sottoscritto in data 6 dicembre 2016 tra, da una parte, Ambienthesis S.p.A. in solido con Rea Dalmine S.p.A., e, dall’altra, la società di diritto polacco Two Trees Giovannini Sp. J., in forza del quale Ambienthesis S.p.A. ha assunto un’obbligazione solidale con Rea Dalmine S.p.A. nei confronti della stessa Two Trees.
- ◆ “Two Trees”: Two Trees Giovannini Sp. J., società in nome collettivo di diritto polacco con sede legale in Częstochowa (Polonia), Via Żwirki i Wigury n. 6/14, int. 16, CAP 42-217, iscritta al Registro delle Imprese polacco presso la Sezione XVII Commerciale del Registro Nazionale Giudiziario (KRS) al numero 0000486647 – socio fondatore della Ekotekno Sp. z o.o., attualmente detentore del 10% del capitale sociale della medesima.

## PREMESSA

Il presente documento informativo (di seguito, il "Documento Informativo") è stato predisposto da Ambienthesis S.p.A. (l' "Emittente", la "Società" o "ATH"), società con azioni quotate presso il Mercato Telematico Azionario organizzato e gestito da Borsa Italiana S.p.A., ai sensi dell'art. 5 ed in conformità allo schema previsto dall'Allegato 4 del Regolamento adottato da Consob con delibera n. 17221 del 12 marzo 2010 – come poi modificato con delibera n. 17389 del 23 giugno 2010 – recante disposizioni in materia di operazioni con parti correlate (il "Regolamento Consob OPC"), nonché nel rispetto di quanto indicato al par. 7.1 '*Informativa immediata*' della '*Procedura per le Operazioni con Parti Correlate del Gruppo Ambienthesis*', quest'ultima approvata dal Consiglio di Amministrazione della Società (il "Consiglio") in data 12 novembre 2010 e da ultimo aggiornata in data 25 gennaio 2017 (la "Procedura OPC", nella 'Versione 2.1').

Più specificamente, il Documento Informativo è stato approntato in relazione all'avvenuto perfezionamento, a seguito di apposito atto notarile stipulato a Varsavia in data 14 marzo 2017, dell'operazione di compravendita (l' "Operazione") in forza della quale ATH ha acquistato dalla società parte correlata Rea Dalmine S.p.A. ("REA") gli elementi patrimoniali di seguito indicati:

- i.* una quota corrispondente all'80% del valore nominale del capitale sociale della società di diritto polacco Ekotekno Sp. z o.o. (la "Quota");
- ii.* il credito di importo nominale pari ad Euro 539.892,54= (in linea capitale e per interessi maturati sino alla data in cui si è perfezionata l'Operazione, ovvero il 14 marzo 2017), corrispondente all'80% del credito per finanziamento soci vantato da REA nei confronti della stessa Ekotekno Sp. z o.o. (il "Credito").

Come meglio precisato ai successivi paragrafi "1" e "2.2", in virtù del fatto che ATH e REA, appartenenti al Gruppo Green Holding, sono entrambe sottoposte al controllo della Capogruppo, l'Operazione si configura come operazione tra parti correlate in base al Regolamento Consob OPC ed alla Procedura OPC.

L'Operazione è altresì classificabile quale "*operazione di maggiore rilevanza*", dal momento che essa, considerata come risultante di due operazioni distinte realizzate l'una conseguentemente all'altra in esecuzione di un disegno unitario (secondo quanto più precisamente descritto nel successivo paragrafo "2.1"), determina il superamento di una delle soglie di rilevanza identificate ai sensi del combinato disposto dell'art. 4, comma 1, lett. a) e dell'Allegato 3 del Regolamento Consob OPC, identicamente recepite nella Procedura OPC (si veda al riguardo il par. 4.3. '*Operazione di maggiore rilevanza*'), e, segnatamente, la soglia del 5% con riferimento all'"*Indice di rilevanza del controvalore*".

Stante ciò, la Società, in ossequio alle disposizioni regolamentari volte sia ad attestare la correttezza sostanziale e procedurale delle operazioni tra parti correlate, sia ad assicurarne la trasparenza informativa, ha quindi provveduto, in esecuzione della Procedura OPC, a

predisporre ed a rendere disponibile il Documento Informativo, al fine di illustrare in modo puntuale tutti gli aspetti rilevanti dell'Operazione, nonché la complessiva analisi condotta sulla stessa, ad esito della quale il Consiglio, nella seduta del 3 marzo 2017, ha assunto le delibere necessarie al perfezionamento dell'Operazione medesima.

Trattandosi, dunque, di "*operazione di maggiore rilevanza*" nei termini sopra definiti, l'Operazione è stata sottoposta al preventivo parere, di natura non vincolante, del Comitato Controllo e Rischi della Società (il "Comitato" o "CCR"). Ad oggi composto interamente da amministratori indipendenti, il Comitato rappresenta l'organo endoconsiliare a cui compete, tra le altre funzioni ad esso spettanti, anche il preventivo esame delle operazioni effettuate con parti correlate, secondo quanto in tal senso stabilito dalla Procedura OPC.

Copia del parere motivato favorevole all'Operazione che il Comitato, a conclusione dell'apposita istruttoria svolta su di essa, ha reso al Consiglio in data 3 marzo 2017 (il "Parere del Comitato") è allegata *sub "A"* al Documento Informativo.

Nello svolgimento delle proprie valutazioni, il Comitato si è fatto supportare da un esperto indipendente, individuato nella persona del Prof. Giorgio Venturini, al quale ha richiesto di redigere un parere valutativo (la "*Fairness Opinion*"), la cui copia è allegata *sub "B"* al Documento Informativo, avente la specifica finalità di esprimere un giudizio indipendente di natura tecnico-valutativa sulla congruità del possibile corrispettivo dell'Operazione.

In merito alla Procedura OPC si precisa che, poiché ATH possiede requisiti dimensionali tali da farla rientrare nella categoria di "*società (quotata) di minori dimensioni*" ai sensi della definizione indicata all'art. 3, comma 1, lettera f) del Regolamento Consob OPC, la Società si è dunque avvalsa della facoltà, esplicitamente concessa dall'art. 10, comma 1, dello stesso Regolamento Consob OPC, di adottare una procedura semplificata, ossia di applicare anche alle operazioni di maggiore rilevanza, indipendentemente dai valori assunti dai parametri soglia e in deroga alle disposizioni aggiuntive espressamente previste per tale classe di operazioni dall'art. 8 del Regolamento Consob OPC, le sole disposizioni di cui all'art. 7 di quest'ultimo, disciplinanti, invece, i presidi procedurali da prevedersi per le operazioni di minore rilevanza.

Pertanto, benché l'Operazione sia stata classificata, come detto, quale "*operazione di maggiore rilevanza*" con parte correlata, ha trovato di conseguenza applicazione la procedura destinata alle operazioni di minore rilevanza, conforme al dettato del citato art. 7 del Regolamento Consob OPC.

Stante quanto sopra, sono comunque rimasti fermi gli obblighi in fatto di informativa derivanti dal già menzionato art. 5 del Regolamento Consob OPC, relativamente ai quali non sono previste deroghe, tra cui l'obbligo di predisporre e pubblicare il Documento Informativo.

Ai sensi dell'art. 114, comma 1, del D.Lgs. n. 58/1998 (Testo Unico della Finanza – TUF), in data 14 marzo 2017 (giorno in cui si è perfezionata l'Operazione) è stato emesso il relativo comunicato stampa.

Il Documento Informativo, corredato dei relativi allegati, è stato messo a disposizione del pubblico in data 21 marzo 2017 presso la sede legale della Società, sita a Segrate (MI) in Via Cassanese n. 45, sul sito internet della medesima all'indirizzo [www.ambienthesis.it](http://www.ambienthesis.it), nella sezione '*Investor Relations*', alla voce '*Documenti e Prospetti*', e sul meccanismo di stoccaggio autorizzato 1INFO consultabile all'indirizzo [www.1info.it](http://www.1info.it).

\* \* \*

## 1. AVVERTENZE

### 1.1 Rischi connessi a potenziali conflitti di interesse derivanti dall'Operazione con parte correlata oggetto del Documento Informativo

In merito all'Operazione non si segnalano, alla data di pubblicazione del presente Documento Informativo, ulteriori rischi connessi a situazioni di potenziale conflitto di interesse diversi da quelli che tipicamente caratterizzano le operazioni tra parti correlate.

Come evidenziato in "Premessa", la Società, stante la qualifica dell'Operazione nell'alveo di quelle "*di maggiore rilevanza*", ha pertanto provveduto, tramite la preventiva attivazione dei presidi a ciò espressamente dedicati, a dar corso all'iter procedurale previsto dal Regolamento Consob OPC e dalla Procedura OPC che, in virtù dell'appartenenza di ATH alla categoria delle "*società (quotate) di minori dimensioni*" così come definite nel Regolamento Consob OPC, si è svolto in conformità alle disposizioni indicate dal già richiamato art. 7 del Regolamento medesimo.

Al riguardo si evidenzia in particolare che:

- il Comitato, e con esso il Collegio Sindacale, hanno potuto monitorare con continuità tutti i passaggi che hanno portato alla definizione dell'Operazione, ricevendo un costante e completo flusso informativo relativamente ai diversi elementi della stessa;
- al fine del compiuto svolgimento della propria istruttoria, in special modo con riferimento alla verifica della convenienza dell'Operazione per la Società, il Comitato ha potuto farsi assistere, a spese di quest'ultima, da un esperto indipendente da esso appositamente individuato, al quale ha conferito l'incarico di formalizzare, mediante uno specifico parere valutativo denominato *Fairness Opinion* (allegato *sub "B"*), un giudizio indipendente di natura tecnico-valutativa sulla congruità del possibile corrispettivo dell'Operazione;
- ad esito della complessiva analisi condotta, il Comitato ha formalmente espresso il proprio parere motivato favorevole (non vincolante) circa l'interesse della Società al compimento dell'Operazione, oltreché sulla convenienza e sulla correttezza sostanziale delle condizioni sottostanti, predisponendo un apposito documento (il "Parere del Comitato") messo a disposizione ai fini della riunione del Consiglio tenutasi in data 3 marzo 2017 (allegato *sub "A"*);

- nella citata seduta del 3 marzo 2017, il Consiglio ha assunto le deliberazioni necessarie al perfezionamento dell'Operazione sulla scorta del suddetto parere motivato favorevole (non vincolante) reso dal Comitato ed in forza delle approfondite valutazioni effettuate tanto sull'interesse della Società alla realizzazione dell'Operazione medesima, anche alla luce della valenza strategica che il Consiglio le ha unanimemente riconosciuto, quanto sulla convenienza e correttezza sostanziale della stessa.

Dato conto di ciò che precede, si evidenzia inoltre che:

- la delibera del Consiglio relativa all'approvazione dell'Operazione, nonché le altre delibere ad essa collegate, sono state adottate con il voto favorevole di tutti i Consiglieri presenti, ad eccezione del Consigliere Avv. Giovanni Mangialardi, che si è astenuto dalla votazione in quanto Amministratore anche della società correlata REA;
- il Presidente del Collegio Sindacale di ATH, Dott.ssa Michaela Marcarini, è altresì membro del Collegio Sindacale della stessa REA.

## 2. INFORMAZIONI RELATIVE ALL'OPERAZIONE

### 2.1 Descrizione delle caratteristiche, modalità, termini e condizioni dell'Operazione

Come già accennato in "Premessa", l'Operazione, perfezionatasi il 14 marzo 2017 a seguito di sottoscrizione di apposito atto notarile stipulato in Polonia, ha avuto ad oggetto l'acquisizione da REA di:

- i. una quota corrispondente all'80% del valore nominale del capitale sociale della società di diritto polacco Ekotekno Sp. z o.o. (la "Quota");
- ii. il credito di importo nominale pari ad Euro 539.892,54= (in linea capitale e per interessi maturati sino alla data del 14 marzo 2017), corrispondente all'80% del credito per finanziamento soci vantato da REA nei confronti della stessa Ekotekno Sp. z o.o. (il "Credito"), il cui ammontare complessivo (del 100%) alla medesima data era pari ad Euro 674.865,67=, dei quali Euro 622.500,00= in linea capitale ed Euro 52.365,67= per interessi.

Ekotekno Sp. z o.o. ("Ekotekno") è una società a responsabilità limitata di diritto polacco, avente la propria sede legale ed operativa a Częstochowa (Polonia), finalizzata alla realizzazione e gestione in Polonia, più precisamente all'interno della Regione di Łódź, nel territorio facente capo al Comune di Błaszki (in località Chabierów), di un impianto per il trattamento e il recupero dei rifiuti solidi urbani ed assimilabili con annessa discarica da circa 1 milione di metri cubi di capacità a servizio dell'impianto medesimo (l' "Iniziativa").

Più specificamente, l'Iniziativa prevede la costruzione e la successiva gestione di un impianto destinato alla selezione ed al recupero dei rifiuti urbani, nonché al compostaggio della frazione umida dei rifiuti stessi (trattasi di 18 codici CER appartenenti alla categoria "19" e di 9 codici

CER appartenenti alla categoria "20"), di capacità pari a 60.825 ton/anno ed articolato in tre sezioni principali (l' "Impianto"):

1. impianto di selezione dei rifiuti urbani finalizzato al recupero delle frazioni monomateriali valorizzabili e del multimateriale;
2. impianto di stabilizzazione e di maturazione aerobica della frazione organica dei rifiuti;
3. invaso di discarica con una volumetria di circa 1.000.000 m<sup>3</sup> per il deposito sia del materiale stabilizzato derivante dal processo di biostabilizzazione, sia del materiale residuale e non trattato sulla linea di selezione.

La fase operativa dell'Iniziativa, il cui avvio è previsto avvenga indicativamente da qui ai prossimi 18 mesi, si svolgerà su un arco temporale trentennale, essendo questo il periodo stimato per saturare la capacità dell'invaso di discarica, e genererà ricavi medi annui in misura pari a circa 5 milioni di Euro equivalenti, con una marginalità media netta operativa nell'ordine del 36%.

In forza di atto notarile stipulato a Varsavia in data 22 novembre 2013, REA aveva acquisito il 90% delle quote di Ekotekno dal socio fondatore di quest'ultima, ossia dalla società di diritto polacco Two Trees Giovannini Sp. J. ("Two Trees"), che era rimasta in possesso del 10% del capitale sociale della stessa Ekotekno.

L'Operazione, ovvero l'acquisizione da REA della Quota e del Credito, è avvenuta a fronte di un corrispettivo onnicomprensivo di Euro 2.790.000,00=, che ATH regolerà secondo la seguente modalità:

- a) Euro 2.000.000,00= da pagarsi direttamente a Two Trees (in quattro rate di pari importo a distanza di non oltre sei mesi l'una dall'altra, la prima della quali già versata in data 6 dicembre 2016) a titolo di accollo del debito cui REA risulta obbligata nei confronti di Two Trees e relativamente al quale ATH si è impegnata, congiuntamente alla stessa REA, a seguito di specifico accordo transattivo sottoscritto in data 6 dicembre 2016 tra, da una parte, ATH e REA in solido, e, dall'altra, Two Trees (la "Transazione");
- b) Euro 790.000,00= da pagarsi a REA (entro la data del 30 giugno 2017) a titolo di saldo definitivo per la cessione della Quota e del Credito e così suddiviso: Euro 539.892,54= quale saldo per la cessione del Credito ed Euro 250.107,46= quale saldo per la cessione della Quota.

L'iniziale contratto in forza del quale Two Trees aveva ceduto a REA il 90% delle quote di Ekotekno prevedeva anche un compenso supplementare, pari a circa 4 milioni di Euro, che REA avrebbe dovuto corrispondere a Two Trees in tranche separate all'avverarsi di ben precise condizioni riguardanti lo stato di avanzamento dell'iniziativa imprenditoriale sviluppata dalla Ekotekno.

A seguito della controversia poi insorta tra REA e Two Trees in merito all'avveramento o meno delle condizioni cui era subordinata l'esigibilità della prima tranche del menzionato compenso supplementare pari ad Euro 1.200.000,00=, le parti in lite ed ATH hanno ritenuto opportuno sottoscrivere la Transazione.

ATH, avendo l'obiettivo di acquisire da REA una quota del capitale sociale di Ekotekno (e relativo finanziamento soci) sino ad un massimo del 90%, ha ritenuto opportuno sottoscrivere anch'essa la Transazione, assumendo in solido con REA gli obblighi di pagamento verso Two Trees da essa discendenti, allo scopo di concordare la definizione di ogni controversia con la stessa Two Trees attraverso il pagamento di un importo a saldo e stralcio, oltreché convenire con quest'ultima l'acquisto della quota di minoranza da essa posseduta (pari al 10%) del capitale sociale della Ekotekno.

Per effetto dell'intervenuta Transazione, Two Trees, da un lato, ha rinunciato alle pretese di causa, come pure a qualsivoglia diritto di prelazione o di opzione vantato sulle quote del capitale sociale della Ekotekno (considerando la somma complessiva di 2 milioni di Euro a saldo e stralcio di ogni pretesa anche nei confronti di REA e derivante dal contratto iniziale di cessione quote), e, dall'altro, si è al contempo obbligata a cedere ad ATH – la quale a sua volta si è obbligata ad acquistare – la partecipazione di minoranza del 10% oggi detenuta nella Ekotekno medesima, nonché l'intero finanziamento soci di cui essa è ancora titolare, al prezzo complessivo di Euro 250.000,00=.

Poiché è stabilito che tale ulteriore atto di cessione avvenga contestualmente al pagamento della seconda rata dell'importo indicato alla precedente lettera a), ciò farà sì che, prima dell'avvio della fase operativa dell'Iniziativa, al capitale sociale della Ekotekno non parteciperanno più soggetti esterni al Gruppo Green Holding.

Sottoscrivendo il contratto di compravendita della Quota e del Credito, REA ha inoltre rilasciato ad ATH le usuali dichiarazioni e garanzie, con specifico riferimento a: (i) piena titolarità della Quota e del Credito; (ii) assenza di contenziosi pendenti di qualsivoglia natura (civile, penale, amministrativa, contabile), (iii) regolarità della documentazione contabile, societaria, civile e fiscale; (iv) regolarità fiscale e contributiva.

In particolare, poiché il realizzando Impianto della Ekotekno risulta classificato quale impianto di bacino (Ripok), ovvero come "*Regional Municipal Waste Treatment Installation*", sia all'interno del Piano di Gestione dei Rifiuti per la Regione di Łódź 2012, tutt'ora vigente, sia nell'ambito del Progetto di aggiornamento del Piano medesimo ad oggi in via di approvazione, sottoscrivendo il suddetto contratto di compravendita REA ha altresì garantito ad ATH che l'Impianto ha ed avrà in essere tutti i necessari requisiti per la qualifica di Ripok anche nell'approvando nuovo Piano di Gestione dei Rifiuti per gli anni 2016-2022, con la precisazione che, qualora ciò non dovesse verificarsi a seguito di una eventuale (benché assai improbabile stante quanto sopra indicato)

delibera negativa, ATH avrà comunque la facoltà di risolvere il contratto in questione e di ottenere la restituzione dell'integrale importo versato, fatto altresì salvo il diritto al risarcimento di eventuali ulteriori danni subiti.

## 2.2 Indicazione delle parti correlate con cui l'Operazione è stata posta in essere, della natura della correlazione, nonché della natura e della portata degli interessi di tali parti nell'Operazione

L'Operazione si configura quale operazione tra parti correlate così come individuate ai sensi delle definizioni riportate nell'Allegato 1 del Regolamento Consob OPC, a loro volta richiamate dall'art. 3 del Regolamento medesimo e recepite all'interno della Procedura OPC ai parr. 4.1 '*Parte Correlata*' e 4.2 '*Operazione con Parte Correlata*'.

Con riferimento specifico alla natura della correlazione esistente si evidenzia che l'Operazione è stata posta in essere tra due società appartenenti al Gruppo Green Holding – Ambienthesis S.p.A. e Rea Dalmine S.p.A. – entrambe sottoposte al comune controllo ad opera della Capogruppo Green Holding S.p.A. in forza delle seguenti relazioni:

- per quanto riguarda ATH, Green Holding S.p.A. detiene direttamente circa il 10,628% del capitale sociale e indirettamente circa il 63,467%;
- per quanto riguarda REA, Green Holding S.p.A. detiene direttamente circa il 55,621% del capitale sociale e indirettamente circa il 44,379%.

## 2.3 Indicazione delle motivazioni economiche e della convenienza dell'Operazione per Ambienthesis S.p.A.

Come sottolineato anche nel comunicato stampa diffuso nello stesso giorno in cui si è perfezionata l'Operazione, ai sensi dell'art. 114, comma 1, del D.Lgs. n. 58/1998 (Testo Unico della Finanza – TUF), essa si inquadra perfettamente all'interno delle linee strategiche di sviluppo del Piano Industriale Triennale 2016-2018, che prevede il conseguimento, tra gli altri, anche dei seguenti tre obiettivi:

- crescita per linee esterne;
- ingresso in mercati esteri caratterizzati da cicli congiunturali favorevoli e da elementi di attrattività per i *business* afferenti al settore dei rifiuti, tra cui quello del trattamento, del recupero e dello smaltimento;
- diversificazione delle aree di *business*, sia in termini operativi, sia dal punto di vista degli ambiti geografici di intervento.

L'iniziativa imprenditoriale promossa dalla Ekotekno è stata dunque considerata assai rilevante sotto il profilo strategico-industriale, dal momento che la sua realizzazione consentirà di espandere l'attività della Società al di fuori dei confini nazionali, in particolare in un paese al momento caratterizzato da

opportunità di *business* con marginalità medie superiori rispetto a quelle che, per progetti simili, sono attualmente conseguibili in Italia.

Il realizzando Impianto della Ekotekno è stato classificato quale impianto di bacino (Ripok) sia all'interno del Piano di Gestione dei Rifiuti per la Regione di Łódź 2012, tutt'ora vigente, sia nell'ambito del Progetto di aggiornamento del Piano medesimo, che, una volta approvato, porterà all'emissione ed alla successiva attuazione del nuovo Piano di Gestione dei Rifiuti 2016-2022.

Tale connotazione riveste notevole importanza, dal momento che essa implica che, nella gerarchia regionale dei poli di trattamento e recupero dislocati sul territorio, all'Impianto spetti la qualifica di destinazione preferenziale obbligatoria, insieme agli altri Ripok, per i rifiuti prodotti nell'ambito territoriale di appartenenza (questo comporta che i Comuni e gli operatori che effettuano la raccolta dei rifiuti siano obbligati a verificare preliminarmente la disponibilità del Ripok di riferimento a poter ricevere i rifiuti stessi e che solo nel caso in cui questo risulti già saturo possano ricorrere ai cosiddetti "impianti di sostituzione" presenti nel bacino).

Un altro elemento significativo che è stato preso in considerazione nella valutazione dell'interesse e della convenienza dell'Operazione consiste nel fatto che l'investimento complessivo di circa 14 milioni di Euro equivalenti necessario alla costruzione del complesso impiantistico troverà copertura per il 25% mediante ricorso a capitali provenienti dai soci di Ekotekno e per il restante 75% grazie al finanziamento al tasso fisso annuo del 3,5% che, una volta conclusosi il relativo iter amministrativo in via di perfezionamento, l'ente di diritto pubblico polacco denominato "Fondo Nazionale per la Tutela dell'Ambiente e del Sistema Idrico" (NFOŚiGW) ha già stabilito di assegnare a tal fine alla Ekotekno in forza di apposito contratto stipulato con quest'ultima nel giugno del 2014 (il "Finanziamento").

In merito alla struttura del finanziamento si precisa che la Società dovrà rilasciare, sulla base degli attuali termini contenuti nel *Term Sheet* di finanziamento, specifiche garanzie fideiussorie a supporto della struttura del finanziamento medesima.

È stato inoltre ritenuto che la Transazione presentasse oggettivi elementi di convenienza per ATH ai fini del perfezionamento dell'Operazione, dal momento che l'acquisto delle quote della Ekotekno da parte di ATH presupponeva che la stessa subentrasse pure negli obblighi di cui all'iniziale contratto di cessione quote sottoscritto tra Two Trees e REA, tra i quali anche il pagamento a quest'ultima del menzionato compenso supplementare di circa 4 milioni di Euro, che, alla luce dell'avvenuta sottoscrizione della Transazione, si è ridotto a 2 milioni di Euro.

#### 2.4 Modalità di determinazione del corrispettivo dell'Operazione e valutazioni circa la sua congruità rispetto ai valori di mercato

Ai fini della determinazione del possibile corrispettivo al quale effettuare l'Operazione e della preliminare verifica circa l'allineamento del medesimo rispetto ai valori di mercato, il Comitato, ai sensi di quanto sopra già illustrato, ha proceduto ad affidare al Prof. Giorgio Venturini, quale esperto

di comprovata professionalità ed esperienza e previa verifica dei necessari requisiti di indipendenza, l'incarico di formalizzare un giudizio indipendente di natura tecnico-valutativa sulla congruità del valore complessivamente attribuibile al 90% dell'*equity* di Ekotekno (la "*Fairness Opinion*").

Alla luce delle caratteristiche di autonomia e autorevolezza del perito così individuato, le risultanze della *Fairness Opinion*, quest'ultima esplicitamente richiesta dal Comitato di ATH, ma messa altresì nelle disponibilità dell'Organo Amministrativo di REA, è stata di conseguenza assunta come oggettivo punto di riferimento sul quale ATH e REA si sono basate per la definizione del corrispettivo dell'Operazione.

Al riguardo, la scelta da parte del Comitato del professionista indipendente è stata condotta tenendo conto, per un verso, del possesso di idonee competenze in tema di valutazioni aziendali e, dall'altro, dell'assenza di situazioni o circostanze tali da poterne compromettere l'autonomia dell'operato o delle considerazioni formulate.

La stima del potenziale valore economico, da intendersi quale possibile valore normale di mercato, dell'investimento nel 90% della Ekotekno è stata eseguita dal perito mediante la predisposizione di un apposito parere valutativo (la "*Fairness Opinion del 24/10/2016*"), successivamente aggiornato su espressa richiesta del Comitato affinché nella valutazione di cui trattasi fossero debitamente riflessi gli effetti dell'intervenuta Transazione, oltreché di altri elementi sopraggiunti considerati rilevanti ai fini dell'Operazione nel suo complesso (la "*Fairness Opinion del 28/02/2017*", allegata sub "B" al Documento Informativo).

Si segnala che, poiché REA ad ATH si sono accordate per la compravendita non del 90%, bensì dell'80% delle quote della Ekotekno (e del relativo finanziamento soci), la stima del 100% dell'*equity value* della Ekotekno indicata nella *Fairness Opinion* è stata dapprima opportunamente ponderata al 90% per tener conto della permanenza del 10% del capitale in capo REA e poi decurtata dei citati due importi effetto della Transazione (*i.e.*, Euro 2.000.000,00= ed Euro 250.000,00=). Ciò ha dunque permesso di stimare in Euro 790.000,00= il potenziale valore normale di mercato per l'80% dell'*equity* della società polacca, corrispondente alla voce *b*) del corrispettivo totale (di Euro 2.790.000,00) al quale si è perfezionata l'Operazione, relativa al saldo per la compravendita della Quota e del Credito.

## 2.5 Illustrazione degli effetti economici, patrimoniali e finanziari dell'Operazione con rappresentazione degli indici di rilevanza applicabili

L'Operazione si configura quale "*operazione di maggiore rilevanza*" tra parti correlate, dal momento che essa, considerata come risultante di due operazioni distinte realizzate l'una conseguentemente all'altra in esecuzione di un disegno unitario (la "Transazione" + la "Compravendita della Quota e del Credito"), determina il superamento di una delle soglie di rilevanza identificate ai sensi del Regolamento Consob OPC e della Procedura OPC e, precisamente, la soglia del 5% con riferimento all'"*Indice di rilevanza del controvalore*" calcolato

sulla base dei dati tratti dal Resoconto Intermedio di Gestione della Società al 30 settembre 2016, ovvero dal più recente documento contabile periodico pubblicato.

In particolare, il suddetto indice, calcolato distintamente in relazione all'importo della Transazione (Euro 2.000.000,00=) ed all'importo del saldo per la compravendita della Quota e del Credito (Euro 790.000,00=) risulta essere:

A. controvalore operazione / patr. netto ATH consolidato =  $2.000.000 / 48.609.000 = 4,11\%$

B. controvalore operazione / patr. netto ATH consolidato =  $790.000 / 48.609.000 = 1,63\%$

La somma dei due indici così calcolati, ossia  $A + B = 5,74\%$ , determina il superamento della richiamata soglia del 5%.

Gli altri due indici risultano invece essere<sup>1</sup>:

"Indice di rilevanza dell'attivo" = attivo della società target / attivo ATH consolidato =  
=  $619.989 / 108.923.000 = 0,57\% < 5\%$

"Indice di rilevanza delle passività" = passività della società target / attivo ATH consolidato =  
=  $1.020.900^2 / 108.923.000 = 0,94\% < 5\%$

L'Operazione comporterà sul bilancio d'esercizio e consolidato di ATH i seguenti effetti:

- nel bilancio d'esercizio, rispetto ai dati al 31 dicembre 2016 in corso di redazione:
  - i. l'iscrizione tra le "Partecipazioni" di una nuova partecipazione in società controllata per l'importo di 2.250 migliaia di Euro. La partecipazione (in società controllata) sarà valutata secondo il metodo del costo al netto di eventuali perdite di valore;
  - ii. l'iscrizione tra le "Altre attività finanziarie" non correnti di un nuovo credito finanziario fruttifero verso società controllata per l'importo di 540 migliaia di Euro;
  - iii. la rilevazione tra le "Altre passività" del debito residuo per l'acquisizione delle quote e del credito vantato nei confronti della controllata per complessive 1.500 migliaia di Euro.
- per quanto concerne il bilancio consolidato, rispetto a quello al 31 dicembre 2016 in corso di redazione:
  - i. esso vedrà l'ampliamento del perimetro di consolidamento con l'inclusione della nuova società controllata, la quale sarà consolidata con il metodo integrale;
  - ii. la quota di Patrimonio Netto e del risultato di esercizio della nuova società consolidata di competenza di soci terzi sarà nella voce "Capitale e riserve di terzi" nella Situazione Patrimoniale Finanziaria e nella voce "Risultato netto attribuibile a terzi" nel Conto Economico;
  - iii. la messa in esercizio dell'impianto per il trattamento e il recupero dei rifiuti che sarà realizzato da Ekotekno è prevista indicativamente nei prossimi 18 mesi; pertanto, solo a

---

<sup>1</sup> I valori riferiti alla situazione patrimoniale di Ekotekno al 30/09/2016, originariamente espressi in PLN (zloty), sono stati convertiti in Euro al seguente cambio Euro/zloty al 30/09/2016: 1€= 4,3192 zloty (fonte: Banca d'Italia).

<sup>2</sup> Si precisa che la società presentava un Patrimonio Netto negativo.

partire da quel momento si verificheranno effetti significativi sul bilancio consolidato conseguenti alla gestione dell'impianto medesimo.

Si precisa che l'Operazione non implica, viceversa, il superamento dei parametri di significatività determinati da Consob ai sensi dell'art. 71 del Regolamento adottato con delibera n. 11971 del 14 maggio 1999 come successivamente modificato ed integrato (il "Regolamento Emittenti") e indicati nell'Allegato 3B del Regolamento medesimo.

## 2.6 Incidenza dell'Operazione sui compensi spettanti ai membri dell'organo di amministrazione della Società e/o di società da essa controllate

A seguito dell'Operazione non sono previste variazioni ai compensi da riconoscere ai componenti del Consiglio di Amministrazione di Ambienthesis S.p.A., né di alcuna delle società da essa controllate o comunque rientranti nel Gruppo ATH.

## 2.7 Eventuali componenti degli organi di amministrazione e di controllo, direttori generali e dirigenti della Società coinvolti nell'Operazione

Si segnala che nello svolgimento della complessiva istruttoria concernente l'Operazione la Società si è avvalsa, nelle diverse fasi, dell'operato del Dott. Vincenzo Cimini, Responsabile dell'area "Amministrazione, Finanza e Controllo" del Gruppo Green Holding e Direttore Finanziario di ATH, oltretutto di quello prestato dalle strutture tecniche, amministrative e legali del Gruppo.

## 2.8 Indicazione degli organi sociali o degli amministratori che hanno condotto o partecipato alle trattative e/o approvato l'Operazione, con specificazione dei rispettivi ruoli

Come descritto nei precedenti paragrafi del Documento Informativo, l'Operazione si è perfezionata in data 14 marzo 2017. In particolare, poiché essa si è configurata quale "operazione di maggiore rilevanza" tra parti correlate ai sensi del Regolamento Consob OPC e della Procedura OPC, le delibere necessarie al perfezionamento della medesima sono state assunte dal Consiglio di Amministrazione della Società alla luce del preventivo parere motivato favorevole (non vincolante) reso dal Comitato Controllo e Rischi, in linea con quanto disposto al riguardo dall'art. 7 del Regolamento Consob OPC.

Le attività di analisi preliminare e monitoraggio svolte dal Comitato si sono sviluppate mediante un adeguato e costante flusso informativo, nonché attraverso appositi incontri con il Direttore Finanziario Dott. Vincenzo Cimini e con i responsabili tecnici del progetto. La documentazione di volta in volta ricevuta in merito all'Operazione è stata esaminata dal Comitato in occasione di diverse riunioni alle quali hanno sempre preso parte anche i componenti del Collegio Sindacale.

Conformemente alle previsioni del Regolamento Consob OPC, l'attività del Comitato si è focalizzata, in special modo, sulla verifica dell'interesse della società al compimento dell'Operazione, oltreché sulla convenienza e correttezza sostanziale delle relative condizioni.

Il Comitato di ATH, composto interamente da amministratori indipendenti nelle persone dall'Avv. Susanna Pedretti (Presidente), dal Avv. Paola Margutti (Membro) e dal Dott. Paolo Rossi (Membro), ha valutato l'Operazione anche sulla scorta della *Fairness Opinion* rilasciata dal Prof. Giorgio Venturini, esprimendo all'unanimità il proprio parere favorevole all'Operazione medesima, ai termini ed alle condizioni di cui alle bozze dei documenti esaminati.

Il parere reso dal Comitato e la *Fairness Opinion* predisposta dal perito indipendente sono allegati, rispettivamente, *sub "A"* e *sub "B"* al Documento Informativo.

Il Consiglio, sulla scorta delle delibere già assunte all'unanimità in data 26 ottobre (con la sola astensione dell'Avv. Giovanni Mangialardi, in quanto anche Consigliere della Rea Dalmine S.p.A.) relativamente all'approvazione dell'intervento di ATH nella Transazione e preso altresì atto del parere favorevole espresso dal Comitato, in data 3 marzo 2017 ha da ultimo assunto le ulteriori delibere necessarie al perfezionamento dell'Operazione, conferendo al Presidente Dott. Franco Castagnola ed all'Amministratore Delegato Sig. Damiano Belli, in via disgiunta tra loro, i poteri necessari alla sottoscrizione dell'atto definitivo.

La decisione è stata assunta all'unanimità di tutti i consiglieri presenti, con la sola astensione dell'Avv. Giovanni Mangialardi, in quanto anche Consigliere della Rea Dalmine S.p.A..

## 2.9 Rilevanza dell'Operazione derivante dal cumulo di due operazioni distinte compiute con la medesima parte correlata in esecuzione di un disegno unitario

L'Operazione è stata valutata quale "*operazione di maggiore rilevanza*" in funzione del fatto che essa è stata considerata come risultante di due operazioni distinte realizzate l'una conseguentemente all'altra in esecuzione di un disegno unitario, secondo quanto più precisamente descritto nei precedenti paragrafi "2.1" e "2.5".

Segrate, 21 marzo 2017

per il Consiglio di Amministrazione

Il Presidente

Dott. Franco Castagnola

\* \* \* \* \*

## ALLEGATI

Allegato "A" – Parere motivato del Comitato Controllo e Rischi

Allegato "B" – *Fairness Opinion* redatta dall'esperto indipendente Prof. Giorgio Venturini



**AMBIENTHESIS**

**AMBIENTHESIS S.p.A.**

Capitale Sociale Euro 48.204.000,00= i.v.

Sede legale in Segrate (MI) – Via Cassanese n. 45

Cod. Fisc. e Reg. Imp. di Milano n. 10190370154

Partita IVA n. 02248000248

**Parere motivato del Comitato Controllo e Rischi di Ambientthesis S.p.A. reso al Consiglio di Amministrazione in merito all'operazione di acquisto da parte correlata dell'80% delle quote della società di diritto polacco Ekotekno Sp. z o.o. ("Operazione Ekotekno")**

Il presente documento viene messo a disposizione dal Comitato Controllo e Rischi (comitato endo-consiliare preposto anche al preventivo esame delle operazioni con Parti Correlate) ai fini della riunione del Consiglio di Amministrazione del giorno 3 marzo 2017.

## INDICE

<i>A. PREMESSA E INQUADRAMENTO DEL PARERE MOTIVATO DEL COMITATO PER IL CONTROLLO INTERNO E LA GESTIONE DEI RISCHI.....</i>	<i>3</i>
<i>B. DESCRIZIONE E STRUTTURA DELL'OPERAZIONE.....</i>	<i>3</i>
<i>C. NATURA DELLA CORRELAZIONE E RILEVANZA DELL'OPERAZIONE .....</i>	<i>4</i>
<i>D. CONSIDERAZIONE SULL'OPERAZIONE.....</i>	<i>5</i>
<i>D.1 QUANTO ALL'INTERESSE DELL'EMITTENTE AL COMPIMENTO DELL'OPERAZIONE.....</i>	<i>5</i>
<i>D.2. QUANTO ALLA CONVENIENZA DELL'OPERAZIONE .....</i>	<i>6</i>
<i>D.3 QUANTO ALLA CORRETTEZZA SOSTANZIALE DELL'OPERAZIONE .....</i>	<i>7</i>
<i>E. ATTIVITÀ COMPIUTE DAL COMITATO PER IL CONTROLLO INTERNO E LA GESTIONE DEI RISCHI .....</i>	<i>7</i>
<i>F. CONCLUSIONI.....</i>	<i>8</i>
<i>G. ELENCO ALLEGATI .....</i>	<i>9</i>

A. Premessa e inquadramento del Parere Motivato del Comitato per il Controllo Interno e la Gestione dei Rischi

Il presente documento (il “**Parere motivato**”) intende rappresentare il parere del Comitato Controllo e Rischi (“**CCR**”) di Ambienthesis S.p.A. (“**ATH**” o la “**Società**” o l’”**Emittente**”) diretto al Consiglio di Amministrazione in merito all’operazione avente ad oggetto l’acquisto dalla società parte correlata Rea Dalmine S.p.A. (“**REA**”) dell’80% delle quote della società di diritto polacco Ekotekno Sp. z o.o. (“**Operazione Ekotekno**” o “**Operazione**”).

Il Parere motivato intende dare conto degli elementi che sono stati valutati anche ai fini dell’inquadramento dell’Operazione Ekotekno nell’ambito delle operazioni con Parti Correlate di maggiore rilevanza così come definite nel Regolamento recante disposizioni in materia di operazioni con parti correlate adottato da Consob con delibera n. 17221 del 12 marzo 2010 e successivamente modificato con delibera n. 17389 del 23 giugno 2010 (“**Regolamento operazioni con Parti Correlate Consob**”), nonché nella Procedura con Parti Correlate del Gruppo Ambienthesis versione 2.1. da ultimo approvata (“**Procedura OPC**”), con conseguente applicazione delle conseguenti procedure.

Il CCR è stato informato dei termini e delle condizioni dell’Operazione ed è stato costantemente coinvolto nella fase istruttoria attraverso la ricezione di flussi informativi adeguati e tempestivi anche in relazione alle trattative, così come sintetizzati nel Parere.

B. Descrizione e struttura dell’Operazione

Per “Operazione” si intende l’acquisizione dalla società parte correlata REA di:

- i)* una quota pari all’80% del capitale sociale della società di diritto polacco Ekotekno Sp. z o.o. (la “**Quota**”);
- ii)* il credito di importo nominale pari a 539.892,54 Euro (in linea capitale e per interessi maturati alla data del 14 marzo 2017), corrispondente all’80% del credito per finanziamento soci vantato dalla Rea Dalmine S.p.A. verso la stessa Ekotekno Sp. z o.o. (il “**Credito**”).

Il corrispettivo complessivo per l’Operazione è di Euro 2.790.000,00, regolato da ATH secondo la seguente modalità:

- a)* Euro 2.000.000,00 da pagarsi direttamente alla società **Two Trees** (società di diritto polacco, attuale socio di minoranza della Ekotekno) a titolo di accollo del debito cui REA è obbligata nei confronti di Two Trees e relativamente al quale ATH si è impegnata, in solido con REA, a seguito di specifico accordo transattivo sottoscritto tra le parti in data 6 dicembre 2016 (la

“**Transazione**”), precisato che la prima tranche della suddetta somma, di Euro 500.000,00, è già stata corrisposta da ATH contestualmente alla sottoscrizione di detta Transazione;

- b) Euro 790.000,00 da pagarsi a REA a titolo di saldo definitivo per la cessione della Quota e del Credito e così suddiviso: Euro 539.892,54 quale saldo per la cessione del Credito ed Euro 250.107,46 quale saldo per la cessione della Quota.

Ekotekno Sp. z o.o. (“**Ekotekno**”) è una società di diritto polacco con sede legale ed operativa a Czestochowa, finalizzata alla costruzione ed alla gestione di un impianto di trattamento e recupero di rifiuti urbani e assimilabili con annessa discarica (di seguito, il “**Progetto**”) nel territorio del Comune di Blaszk, in località Chabierow, iscritto nel Piano Regionale di Gestione dei rifiuti in qualità di impianto di bacino (RIPOK) dall’agosto 2013.

Più specificamente, il Progetto prevede la costruzione e la gestione di un impianto di trattamento e di gestione dei rifiuti urbani e assimilabili (serie CER 19 e 20), di capacità pari a 60.825 ton/anno ed articolato in tre sezioni principali:

1. impianto di selezione;
2. impianto di stabilizzazione e di maturazione aerobica della frazione organica dei rifiuti;
3. invaso di discarica di circa 1.000.000 m<sup>3</sup> per il deposito dei materiali residui trattati in impianto, nonché del materiale che non passa dalla selezione.

### C. Natura della correlazione e rilevanza dell’Operazione

La natura della correlazione è identificabile nel fatto che REA è soggetta con l’Emittente al comune controllo da parte di Green Holding S.p.A..

In data 22 novembre 2013 REA aveva acquisito il 90% delle quote della Ekotekno (il rimanente 10% della società era rimasto in capo al socio fondatore polacco Two Trees).

Il Comitato, nell’espletamento della propria istruttoria e nell’ambito della funzione ad esso spettante all’interno del complessivo sistema di *governance* dell’Emittente, ha soffermato la propria attenzione anche sull’inquadramento della rilevanza dell’Operazione ai fini della verifica di applicabilità delle procedure *ex* Regolamento operazioni con Parti Correlate Consob per le cosiddette “operazioni sopra soglia”.

Il Comitato ha ritenuto che la valutazione di rilevanza ai fini della verifica di applicabilità delle procedure *ex* Regolamento operazioni con Parti Correlate Consob abbia dovuto tenere in

considerazione anche il complessivo inquadramento dell'Operazione, quest'ultima sviluppatasi mediante: (i) subentro mediante accollo nel debito cui REA è obbligata verso Two Trees, ciò per effetto della transazione sottoscritta in data 06.12.2016 e (ii) atto di compravendita delle quote Ekotekno sottoscritto con REA.

Dette distinte operazioni sono state, secondo il Parere qui espresso, realizzate tra l'Emittente e la propria parte correlata (REA) in esecuzione di un disegno unitario, le quali, pur non classificabili singolarmente come operazioni di maggiore rilevanza, superano, se cumulativamente considerate, una delle soglie di rilevanza previste dall'Allegato 3, a sua volta richiamato dall'articolo 4, del Regolamento operazioni con Parti Correlate Consob; ciò sebbene tale disposizione normativa aggiunga anche che le operazioni da considerarsi sono quelle effettuate nel corso dell'esercizio (mentre, nel caso dell'Operazione, si è evidentemente a cavallo tra l'esercizio 2016 e quello corrente).

Segnatamente: poiché il corrispettivo dell'Operazione così complessivamente considerata è pari ad Euro 2.790.000,00 (*i.e.* Euro 2.000.000,00 a seguito della Transazione ATH+REA vs Two Trees e Euro 790.000,00 quale saldo definitivo per l'acquisto della Quota e del Credito) detti valori determinano il superamento di una delle soglie di rilevanza, ossia il cosiddetto "*Indice di rilevanza del controvalore*", quest'ultimo dato dal rapporto fra il controvalore dell'operazione ed il patrimonio netto consolidato di ATH tratto dal più recente stato patrimoniale pubblicato, ovvero (se maggiore) la capitalizzazione di ATH rilevata alla chiusura dell'ultimo giorno di mercato aperto compreso nel periodo di riferimento del più recente documento contabile periodico pubblicato, dunque, nel caso di specie, il Resoconto Intermedio di Gestione al 30.09.2016 (per ATH prevale il valore del Patrimonio Netto consolidato).

Alla luce di quanto sopra, si evidenzia che il rapporto in questione è pari a circa il 5,74% contro un valore soglia del 5%.

#### D. Considerazione sull'Operazione

Il presente paragrafo intende individuare le considerazioni svolte in relazione all'interesse dell'Emittente al compimento dell'Operazione, nonché sulla convenienza e sulla correttezza sostanziale delle relative condizioni.

##### D.1 Quanto all'interesse dell'Emittente al compimento dell'Operazione

L'Operazione, per ATH, si inquadra quale iniziativa rilevante a livello strategico, in quanto rappresenta un'importante occasione per dare un considerevole impulso al processo di



internazionalizzazione dell'Emittente, coerentemente alle Linee Guida del Piano Strategico Industriale 2016/2018 di cui al comunicato stampa del 14.09.2015 e, in special modo, al processo di espansione all'estero delle sue attività operative, attraverso la penetrazione in un mercato in cui il settore del trattamento, recupero e smaltimento dei rifiuti è tutt'ora caratterizzato da un livello di maturità inferiore rispetto a quello riscontrabile nei Paesi dell'Europa Occidentale, tale da permettere ad operatori dotati di *expertise* più avanzate – quali è l'Emittente – sia di conseguire buone marginalità, sia di poter beneficiare di una fase congiunturale ancora positiva.

Al riguardo, il CCR ha preso atto, grazie alle informazioni offerte dal *management*, che quella polacca è, ad oggi, una delle più importanti economie non soltanto dell'Europa centro-orientale, ma anche di tutta l'Unione Europea, e che essa ha continuato a crescere in modo sensibile malgrado la grave crisi finanziaria ed economica manifestatasi a livello globale nell'ultimo decennio, grazie, da un lato, ad un ambiente favorevole all'avvio di nuovi progetti industriali e, dall'altro, ad un'ottima capacità, ai vari livelli, nell'utilizzo dei fondi strutturali stanziati dalla stessa Unione Europea.

Inoltre, la strategicità e la potenzialità dell'iniziativa di cui all'Operazione sono avvalorate anche dal fatto che l'impianto che Ekotekno intende realizzare e gestire è stato iscritto nel Piano Regionale di Gestione dei rifiuti con la qualifica di "RIPOK", ovvero di impianto di bacino regionale, condizione che, nella gerarchia degli impianti di trattamento e recupero dislocati sul territorio, attribuisce allo stesso una destinazione preferenziale obbligatoria per i Comuni e per gli operatori che effettuano la raccolta dei rifiuti.

Da evidenziarsi, inoltre, che il Fondo Nazionale polacco per la Tutela dell'Ambiente e del Sistema Idrico ha già stabilito di assegnare alla Ekotekno, ai fini della costruzione del complesso impiantistico ed in forza di apposito contratto stipulato con quest'ultima nel giugno del 2014, un finanziamento nella misura massima di circa 11 milioni di Euro equivalenti.

Il Comitato, infine, a supporto delle valutazioni condotte con riferimento all'interesse dell'Emittente allo svolgimento dell'Operazione, ha potuto prendere atto anche delle risultanze del *business plan* predisposto da Ekotekno, considerato anche tra gli elementi posti alla base della *Fairness Opinion* dell'Esperto indipendente (all. 1 al presente parere).

#### D.2. Quanto alla convenienza dell'Operazione

Richiamato quanto esposto *sub* D.1, il CCR è stato supportato nella valutazione della convenienza dell'Operazione dai ragionamenti svolti e dalle conclusioni offerte dal Tecnico Valutatore indipendente all'uopo appositamente incaricato (individuato nella persona del Prof. Giorgio Venturini) e di cui alla relativa *Fairness Opinion* del 28.02.2017 (all. 1 al presente parere).

### D.3 Quanto alla correttezza sostanziale dell'Operazione

Il CCR ha svolto la propria istruttoria sull'Operazione in conformità alle funzioni ad esso spettanti, ricevendo costanti flussi informativi dal *management* e nel rispetto della Procedura OPC, in particolare secondo quanto previsto dall'art. 7 del Regolamento operazioni con Parti Correlate Consob e dalla Procedura OPC, così come vengono anche opportunamente sintetizzati nel paragrafo che segue "*E. Attività compiute dal Comitato per il Controllo Interno e la Gestione dei Rischi*".

In questo senso, il CCR, composto esclusivamente da Amministratori Indipendenti nelle persone del Presidente Avv. Susanna Pedretti e dei due Membri Avv. Paola Margutti e Dott. Paolo Rossi, dà esplicitamente atto:

- di aver formulato il proprio motivato parere favorevole non vincolante sull'interesse espresso dal *management* della Società al compimento dell'Operazione, nonché sulla convenienza e correttezza sostanziale delle relative condizioni. Nello specifico, il CCR ha monitorato i passaggi collegati all'Operazione: (i) prendendo atto della definizione dei rapporti ATH / REA; (ii) esaminando la bozza della Transazione in data 26.10.2016, non ravvisando elementi ostativi alla sua definizione; (iii) valutando la sussistenza di un idoneo sistema contrattuale di dichiarazioni e garanzie ed esaminando, in particolare, la bozza di contratto di compravendita quote negoziata tra le Parti Correlate e soggetta alla finale approvazione del Consiglio di Amministrazione dell'Emittente;
- di essersi fatto assistere, a spese della Società, da un esperto indipendente all'uopo individuato;
- di aver ricevuto informazioni sufficientemente complete ed adeguate;
- di aver verificato che le delibere assunte dall'organo amministrativo contenessero adeguata motivazione in merito all'interesse della Società al compimento dell'Operazione, nonché alla convenienza e correttezza sostanziale della medesima.

### E. Attività compiute dal Comitato per il Controllo Interno e la Gestione dei Rischi

Il presente paragrafo intende dare un'evidenza sintetica delle attività svolte dal Comitato per il Controllo Interno e la Gestione dei rischi, di concerto con il Collegio Sindacale, nelle occasioni in cui detti organi si sono riuniti:

➤ **20 settembre 2016:** il CCR ha appreso, mediante informativa ricevuta dal Direttore Finanziario dott. Vincenzo Cimini, delle valutazioni in corso concernenti l'Operazione. Il CCR, in conformità alla Procedura OPC, ha quindi ravvisato l'opportunità di ricevere un parere indipendente



di natura tecnico-valutativa sul possibile corrispettivo dell'Operazione, individuando a tal fine il Prof. Giorgio Venturini, al quale ha conferito detto specifico incarico in data 07.10.2016;

➤ **26 ottobre 2016:** Il CCR ha preso visione della *Fairness Opinion* resa dal Prof. Venturini e datata 24.10.2016 ("*Fairness Opinion* 24.10.2016") ed ha esaminato l'elemento intervenuto e rilevante ai fini del presente Parere motivato, rappresentato dalla volontà di addivenire alla stipula di un accordo transattivo tra, da una parte, ATH e REA in solido e, dall'altra, Two Trees. All'esito della riunione, il CCR ha espresso al CdA le proprie considerazioni, ovvero: (i) con riferimento alla sottoscrizione in solido con REA della potenziale transazione con Two Trees, era stato evidenziato come tale accordo presentasse oggettivi elementi di convenienza per ATH; (ii) con riferimento all'ordine di grandezza dell'importo in base a cui sarebbe potuta avvenire la compravendita delle quote Ekotekno tra REA ed ATH, è stato unanimemente ritenuto condivisibile l'approccio metodologico adottato nella *Fairness Opinion*;

➤ **11 novembre 2016:** il CCR ha effettuato le prime valutazioni ai fini dell'individuazione della soglia di rilevanza ai sensi e per gli effetti del Regolamento operazioni con Parti Correlate Consob;

➤ **22 dicembre 2016:** il CCR ha ravvisato la necessità di ricevere un aggiornamento del parere tecnico valutativo da parte dell'esperto alla luce dell'avvenuta sottoscrizione della Transazione in data 06.12.2016;

➤ **3 marzo 2017:** il CCR ha esaminato la perizia aggiornata e ha potuto formulare, sussistendo tutti gli elementi di valutazione, il proprio motivato parere favorevole (non vincolante) sull'Operazione complessivamente considerata.

#### F. Conclusioni

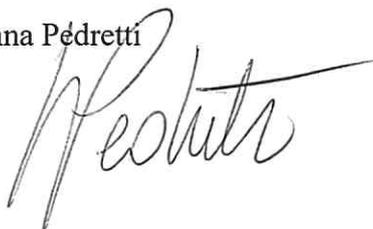
Il CCR, alla luce dell'istruttoria condotta in conformità alla Procedura OPC e in ossequio al proprio ruolo nell'ambito della *governance* dell'Emittente, esprime all'unanimità il proprio parere favorevole – non vincolante – al compimento dell'Operazione, richiamando le motivazioni di cui al presente Parere.

Segrate, 3 marzo 2017

per il Comitato Controllo e Rischi

Il Presidente

Avv. Susanna Pedretti



G. ALLEGATI:

*Fairness Opinion* redatta dall'esperto indipendente Prof. Giorgio Venturini in data 28.02.2017.

A handwritten signature in black ink, consisting of a stylized 'V' followed by a vertical line and a small flourish at the top.

***FAIRNESS OPINION del 28 febbraio 2017 rilasciata ad AMBIENTHESIS S.P.A.  
dal Prof. G. Venturini relativa all'operazione di acquisto  
del 90% delle quote della società di diritto polacco Ekotekno Sp. z o.o.***

Milano, 28 febbraio 2017

Spettabile

**Consiglio di Amministrazione**

AMBIENTHESIS S.p.A.

Via Cassanese, 45

20090 – Segrate (MI)

*c.a.*

**Dott. Franco Castagnola**

Presidente del Consiglio di Amministrazione

e

**Avv. Susanna Pedretti**

Presidente del Comitato Controllo e Rischi

e *p.c.*

**Dott.ssa Michaela Marcarini**

Presidente del Collegio Sindacale

**OGGETTO:** *Fairness Opinion* finalizzata ad esprimere un giudizio indipendente di natura tecnico-valutativa sul corrispettivo che Ambienthesis S.p.A. intende negoziare per l'acquisto del 90% delle quote della società di diritto polacco Ekotekno Sp. z o.o.

## INDICE

<b>A.</b>	<b>INQUADRAMENTO, AMBITO E MOTIVAZIONI DEL PRESENTE DOCUMENTO – FAIRNESS OPINION DEL 28/02/2017.....</b>	<b>3</b>
<b>B.</b>	<b>OGGETTO E METODOLOGIA DELLA FAIRNESS OPINION.....</b>	<b>4</b>
<b>C.</b>	<b>LA BASE INFORMATIVA DELLA FAIRNESS OPINION .....</b>	<b>4</b>
<b>D.</b>	<b>LA SOCIETÀ OGGETTO DI CESSIONE .....</b>	<b>5</b>
<b>E.</b>	<b>LA SCELTA DEL CRITERIO DI VALUTAZIONE DELL'INVESTIMENTO: IL "DCF" NELLA VARIANTE "APV" .....</b>	<b>5</b>
	<i>E.1 I TASSI DI ATTUALIZZAZIONE UTILIZZATI AI FINI DELL'APPLICAZIONE DEL METODO "APV": COSTO DEL CAPITALE "UNLEVERED" (KU) E COSTO MARGINALE DEL DEBITO (COD) .....</i>	<i>7</i>
	<i>E.2 I RISULTATI DELL'APPLICAZIONE DEL CRITERIO DI STIMA "APV" NELLO SCENARIO "BASE" .....</i>	<i>10</i>
	<i>E.3 I RISULTATI DELL'APPLICAZIONE DEL CRITERIO DI STIMA "APV" NELLO SCENARIO "WORST" .....</i>	<i>11</i>
	<i>E.4 I RISULTATI DELL'APPLICAZIONE DEL CRITERIO DI STIMA "APV" NELLO SCENARIO "BEST" .....</i>	<i>12</i>
<b>F.</b>	<b>L'EQUITY VALUE DEL 90% DI EKOTEKNO SP. Z O.O. ....</b>	<b>12</b>
<b>G.</b>	<b>LA STIMA DEL VALORE ECONOMICO (VALORE NORMALE DI MERCATO) DELL'INVESTIMENTO NEL 90% DI EKOTEKNO SP. Z O.O. AL 31/12/2016 .....</b>	<b>13</b>
<b>H.</b>	<b>ANALISI DI SENSITIVITÀ .....</b>	<b>14</b>
<b>I.</b>	<b>RIEPILOGO E RISULTATI DI SINTESI .....</b>	<b>14</b>
<b>J.</b>	<b>ALLEGATI/APPENDICI.....</b>	<b>16</b>

## ***A. Inquadramento, ambito e motivazioni del presente documento – Fairness Opinion del 28/02/2017***

In data 07/10/2016, lo scrivente – così come esposto nel paragrafo “A. Premessa” del documento denominato “Fairness Opinion rilasciata ad Ambienthesis S.p.A. relativa all’operazione di acquisto del 90% delle quote della società di diritto polacco Ekotekno Sp. z o.o.” – ha ricevuto l’incarico di formulare una *Fairness Opinion*, ossia un parere valutativo avente la finalità di esprimere un giudizio indipendente di natura tecnico-valutativa sul corrispettivo che Ambienthesis S.p.A. (nel seguito anche “la Società” o “ATH”) intenderebbe negoziare per l’acquisizione, dalla società parte correlata Rea Dalmine S.p.A., del 90% delle quote della società di diritto polacco Ekotekno Sp. z o.o. (nel seguito, “l’Operazione”), società in possesso dell’autorizzazione alla realizzazione e gestione in Polonia, nel territorio facente capo al Comune di Blaszk, di un nuovo impianto per la selezione, il trattamento ed il recupero dei rifiuti urbani con annesso invaso di discarica, come meglio descritta al successivo paragrafo “D. La società oggetto di cessione”.

Dando seguito alla richiesta così ricevuta, lo scrivente ha pertanto provveduto ad elaborare un apposito documento denominato, come sopra detto, “Fairness Opinion rilasciata ad Ambienthesis S.p.A. relativa all’operazione di acquisto del 90% delle quote della società di diritto polacco Ekotekno Sp. z o.o.”, poi sottoposto all’attenzione del Comitato Controllo e Rischi, nonché direttamente discusso con tale Comitato in occasione della riunione all’uopo convocata in data 26/10/2016 (per mera comodità espositiva, d’ora innanzi ci si riferirà al suddetto documento con la denominazione “Fairness Opinion del 24/10/2016”).

Successivamente, lo scrivente è stato informato dal Presidente del Comitato Controllo e Rischi in merito all’intervento di un ulteriore elemento rilevante nell’ambito dell’Operazione, consistente nella volontà di addivenire ad un accordo transattivo tra, da una parte, Rea Dalmine S.p.A. ed Ambienthesis S.p.A. in solido e, dall’altra, l’attuale socio di minoranza della Ekotekno Sp. z o.o., detentore del restante 10% del capitale sociale di quest’ultima, ovvero la società di diritto polacco Two Trees Giovannini, Iga Knysak società in nome collettivo (nel seguito, per brevità, “Two Trees”), accordo che, perfezionatosi in data 06/12/2016 (nel seguito, “Transazione”), ha determinato la definizione di ogni pretesa di Two Trees nei confronti della Rea Dalmine S.p.A. originante o anche solo potenzialmente derivante dal contratto in forza del quale Two Trees aveva ceduto alla stessa Rea Dalmine S.p.A. il 90% del capitale sociale prima detenuto nella Ekotekno Sp. z o.o., nonché il finanziamento soci vantato nei confronti della medesima.

L’intervento della Transazione ha comportato, da un lato, che Ambienthesis S.p.A., in solido con Rea Dalmine S.p.A., si sia impegnata a pagare a Two Trees la somma complessiva di € 2.000.000,00 in quattro tranches da € 500.000,00 cadauna con cadenza semestrale l’una dall’altra, la prima delle quali versata contestualmente alla sottoscrizione della Transazione, dall’altro, che Two Trees si sia obbligata a cedere ad Ambienthesis S.p.A., la quale a sua volta si è obbligata ad acquistare, la partecipazione attualmente detenuta (10%) nel capitale sociale di Ekotekno Sp. z o.o., nonché l’intero finanziamento soci di cui essa è ancora titolare, al prezzo complessivo di € 250.000,00.

Ulteriori significativi accadimenti sono poi intercorsi tra la data della “Fairness Opinion del 24/10/2016” e la data, invece, della presente versione del documento, ovvero: (i) perfezionamento del *package* finanziario propedeutico all’ottenimento della garanzia fidejussoria necessaria ai fini dell’erogazione del finanziamento a favore della Ekotekno Sp. z o.o. ad opera del Fondo Governativo polacco per gli investimenti nel settore ambientale; (ii) accettazione, da parte del Fondo Governativo medesimo, del cronoprogramma aggiornato presentato dalla Ekotekno Sp. z o.o. relativo alla realizzazione dell’impianto sopra citato; (iii) ai fini di quanto indicato al punto precedente, stipulazione del contratto tra la stessa Ekotekno Sp. z o.o. ed il General Contractor.

Alla luce di tali nuovi elementi e dell’avvenuto aggiornamento del piano economico-finanziario dell’iniziativa, allo scrivente è stato pertanto richiesto di procedere ad aggiornare la “Fairness Opinion del 24/10/2016”.

Tale necessità trova dunque esecuzione nel presente documento, la cui finalità di fondo non deve in alcun modo intendersi differente da quella indicata nella “Fairness Opinion del 24/10/2016” e che, in particolare, mira a valutare gli effetti generati sull’Operazione ad opera dell’intervenuta Transazione e degli altri accadimenti sopra richiamati.

Lo scrivente ribadisce che l’incarico ricevuto ha avuto dunque l’obiettivo di poter formulare una *Fairness Opinion*, da intendersi alla stregua di parere valutativo, con la finalità di esprimere un giudizio indipendente di natura tecnico-valutativa sul corrispettivo che Ambienthesis S.p.A. intenderebbe negoziare per l’acquisizione, dalla società parte correlata Rea Dalmine S.p.A., del 90% delle quote della menzionata società di diritto polacco Ekotekno Sp. z o.o..

Per completezza espositiva lo scrivente precisa altresì che anche il presente documento, al pari del precedente, si colloca nel vigente quadro normativo in materia di “operazioni tra parti correlate” e, similmente al precedente, viene messo a disposizione del Comitato Controllo Rischi, ossia il Comitato endo-consiliare preposto al preventivo esame di detto tipo di operazioni, del Consiglio di Amministrazione e del Collegio Sindacale.

Lo scrivente, infine, conferma il permanere in capo a sé della propria condizione di indipendenza, richiamando, allo scopo, le valutazioni già esposte nella “*Fairness Opinion del 24/10/2016*”, ossia ritenendo che non possano considerarsi rilevanti ai fini della mancata qualificazione di indipendenza né le relazioni intrattenute con la Società, nella quale non ricopre cariche / ruoli di alcun tipo, né quelle intrattenute con altre società appartenenti al Gruppo Green Holding (di cui fanno parte anche Ambienthesis S.p.A. e Rea Dalmine S.p.A.), nelle quali riveste invece ruoli legati alle attività di monitoraggio dei sistemi di *compliance* ai sensi del D.Lgs. n. 231/2001 (nel caso di specie, Presidente dell’Organismo di Vigilanza ex D.Lgs. n. 231/2001 di Rea Dalmine S.p.A.).

## **B. Oggetto e metodologia della *Fairness Opinion***

La presente *Fairness Opinion*, così come la precedente, è volta ad esprimere un giudizio indipendente di natura tecnica sulla congruità finanziaria del possibile prezzo di trasferimento della partecipazione che Rea Dalmine S.p.A. detiene nella società di diritto polacco Ekotekno Sp. z o.o., pari al 90% del capitale di quest’ultima (nel seguito, “*Quote Ekotekno*”).

Il parere riguarda solo la congruità (*fairness*) – alla data del 31/12/2016, sulla base delle informazioni disponibili al 28/02/2017 e da un mero punto di vista finanziario per la Società – del possibile corrispettivo dell’Operazione, mentre non riguarda, invece, alcun altro aspetto o effetto dell’Operazione, ivi compreso, a titolo esemplificativo e non esaustivo, qualsiasi aspetto legale, fiscale, regolamentare o contabile oppure inerente alla forma o alla struttura dell’Operazione medesima oppure ancora riguardante qualsiasi altro accordo, patto o intesa stipulato in relazione alla stessa.

Va pertanto precisato che il valore di trasferimento che sarà ritenuto congruo dalla presente *Fairness Opinion* non è quindi da intendersi quale miglior prezzo dell’Operazione, né quale espressione dell’unico prezzo alla stessa assegnabile o realizzabile in presenza di un altro contesto o in un altro momento, bensì deve intendersi congruo nel contesto specifico dell’Operazione medesima e nello specifico momento in cui quest’ultima intende essere attuata.

Al riguardo è opportuno considerare che, secondo le prassi professionali, le “*fairness opinion*” o “pareri di congruità” aventi per oggetto un corrispettivo negoziale possono essere alternativamente formulate:

- sia elaborando il calcolo *ex novo*, anche mediante il ricorso a metodologie diverse per determinare il corrispettivo sul quale esprimersi;
- sia esaminando criticamente il percorso metodologico seguito per la determinazione del corrispettivo sul quale esprimersi, caratterizzato dalla scelta di specifici criteri valutativi e dalle relative ipotesi di base, oltreché dai correlati parametri applicativi.

Lo scrivente ha dunque seguito la seconda tra le due opzioni sopra indicate, anche in considerazione della mole di lavoro valutativo già svolto, pur aggiungendo nella propria valutazione elementi di calcolo *ex novo*, nel seguito dettagliatamente descritti.

## **C. La base informativa della *Fairness Opinion***

Ai fini dello svolgimento dell’incarico affidatogli, lo scrivente ha in primo luogo esaminato la documentazione sociale selezionata da ATH ed ha poi incontrato alcuni esponenti del management impegnati specificamente nell’Operazione, al fine di poter acquisire informazioni e chiarimenti in merito sia alla documentazione ricevuta, sia all’operazione in generale, nonché per richiedere ulteriori integrazioni documentali ed informative.

L’esito di tale procedimento ha fatto sì che la base informativa ricevuta, e di cui lo scrivente ha fatto uso, sia risultata ragionevolmente obiettiva e completa, tale da consentire lo svolgimento della successiva analisi con il necessario spirito critico.

Lo scrivente ha infatti effettuato un’accurata disamina di detta base informativa raccolta, verificando che questa fosse costituita da elementi ragionevolmente attendibili alla data della valutazione e che, al contempo, fosse altresì sufficientemente adeguata rispetto all’incarico ricevuto.

In forza di quanto sopra, le valutazioni prodotte risultano quindi strettamente dipendenti dal *set* informativo a disposizione nel momento di redazione del presente documento.

Nello specifico, lo scrivente si è dunque avvalso della seguente documentazione:

- Piano economico-finanziario di Ekotekno Sp. z o.o. (ultima revisione: dicembre 2016);
- Accordo transattivo generale tra Two Trees Giovannini, Iga Knysak società in nome collettivo, Rea Dalmine S.p.A. e Ambienthesis S.p.A. del 06/12/2016;
- Contratto di cessione quote tra Two Trees Giovannini, Iga Knysak società in nome collettivo e Rea Dalmine S.p.A.;
- Bilancio approvato di Rea Dalmine S.p.A. al 31/12/2015;
- Bilancio approvato di Ekotekno Sp. z o.o. al 31/12/2015;
- Situazione patrimoniale ed economica al 31/12/2016 di Ekotekno Sp. z o.o.;
- Documentazione di supporto e relative schede contabili riguardanti la capitalizzazione dei costi sostenuti da Rea Dalmine S.p.A.;
- Schede contabili, fatture e contratti per l'attività svolta ai fini della predisposizione del piano economico-finanziario.

In merito alla documentazione contabile ed informativa messa a disposizione, lo scrivente dichiara di aver proceduto alla sua utilizzazione così come essa è stata predisposta e fornita, sul presupposto della sua correttezza, della sua completezza e della sua rispondenza al vero. Non sono state compiute indagini o valutazioni indipendenti di tali informazioni, relazioni e dichiarazioni. Non è stato fornito, ottenuto o esaminato per conto della Società alcun parere specialistico di tipo legale, contabile, ambientale, fiscale, previdenziale, né alcun documento di *auditing* interno. Non è stata svolta né una revisione legale, né una *due diligence*.

Le ultime informazioni utilizzate risalgono alla data del 21/02/2017 e la data di riferimento della valutazione è il 31/12/2016.

#### ***D. La società oggetto di cessione***

Ekotekno Sp. z o.o. è una società di diritto polacco con sede legale ed operativa a Czestochowa, che detiene l'autorizzazione per la costruzione e la gestione di un impianto di trattamento e recupero di rifiuti urbani con annessa discarica (di seguito, il "**Progetto**") nel territorio di Blaszkì in località Chabierow, iscritto nel Piano Regionale dei rifiuti in qualità di impianto di bacino (RIPOK) dall'agosto 2013.

Più specificamente, l'iniziativa prevede la costruzione e la gestione di un impianto di trattamento e di gestione dei rifiuti urbani (serie CER 19 e 20), di capacità pari a 60.825 ton/anno. Il compendio impiantistico, nella sua totalità, occuperà un'area di circa 7,50 ha, dei quali 2,30 per l'impianto e 5,20 per la discarica; esso risulta articolato in tre sezioni principali:

1. impianto di selezione;
2. impianto di stabilizzazione e di maturazione aerobica della frazione organica dei rifiuti;
3. discarica di circa 1.000.000 m<sup>3</sup> per il deposito dei materiali residui trattati in impianto, nonché del materiale che non passa dalla selezione.

In data 22 novembre 2013, Rea Dalmine S.p.A., società appartenente al Gruppo Green Holding, ha acquisito il 90% delle quote della società. Il rimanente 10% della società è rimasto in capo al socio fondatore polacco Two Trees Giovannini, Iga Knysak società in nome collettivo.

Al dispiegamento degli effetti della Transazione del 06/12/2016 citata in premessa, Ekotekno Sp. z o.o. risulterà essere interamente detenuta da società del Gruppo Green Holding.

#### ***E. La scelta del criterio di valutazione dell'investimento: il "DCF" nella variante "APV"***

Ekotekno possiede un'autorizzazione per la costruzione e la gestione di un impianto di trattamento e recupero di rifiuti urbani e un accordo di finanziamento per circa il 75% dell'investimento con il Fondo governativo Polacco (NFOS). Tenendo conto di tali caratteristiche della società essa è assimilabile ad una "start up" (veicolo di progetto) di diritto polacco coincidente con un'unica iniziativa imprenditoriale. In virtù di ciò, così come si era proceduto nella precedente *fairness opinion*, la scelta che si ritiene tecnicamente più indicata per determinare il valore fondamentale<sup>1</sup> della società oggetto della transazione è il metodo del DCF<sup>2</sup>

<sup>1</sup> Il valore "fondamentale" e/o "intrinseco" nel caso di valutazione di aziende, viene definito dai PIV quale: "l'apprezzamento che un qualsiasi soggetto razionale operante sul mercato senza vincoli e in condizioni di trasparenza informativa dovrebbe esprimere alla data di riferimento, in funzione dei benefici economici offerti dall'attività medesima e dei relativi rischi". (PIV I.6.8)

<sup>2</sup> Trattasi dell'applicazione del DCF nella versione "Asset side" in quanto finalizzato a stimare il (NPV) "Net Present Value" del Progetto che costituisce il valore dell'attivo di Ekotekno.

(“Discount cash flow”) nella variante APV (“Adjusted Present value”)<sup>3</sup>. Le valutazioni di tipo finanziario vengono riconosciute nella teoria di valutazione aziendale, come le più accreditate in virtù della loro capacità di fondare il valore aziendale sulla capacità dell’azienda di produrre determinati flussi di cassa futuri. Peraltro, essendo Ekotekno una società non ancora in grado di produrre flussi in entrata, il valore oggetto di stima non può configurarsi come valore “in atto”, bensì unicamente come valore “potenziale”. In tale ottica l’applicazione del criterio dei multipli di mercato basato su imprese comparabili non può trovare applicazione, essendo le imprese quotate del settore “Environmental Services” tutte entità operative già avviate<sup>4</sup>.

Di seguito si riporta il modello valutativo sottostante a tale approccio:

$$\text{Equity Value (100\%)} = \text{EV Core} + \text{SA} - \text{PFN adj.}$$

dove:

**EV Core** (“Enterprise Value Core”) = valore dell’attivo operativo (*core*) dell’impresa, corrispondente nel caso specifico, al NPV (“Net present value” o valore attuale netto) del Progetto;

**SA** = valore economico dei surplus assets considerato pari a 0 nel caso specifico di Ekotekno;

**PFN adj.** = valore della posizione finanziaria netta al 31.12.2016 *adjusted* pari a 0, coerentemente alle intenzioni manifestate dal management della società.

Il NPV del Progetto è stato stimato così come sopra riportato applicando il criterio APV. Secondo questo criterio, il valore del Progetto è stimato sulla base dei flussi monetari operativi (“Unlevered Free Cash Flow” o “UFCF”) attesi futuri defiscalizzati (ovvero flussi monetari operativi attesi al netto delle imposte che la società produrrebbe se fosse non indebitata), scontati al costo del capitale *unlevered*, al quale si aggiunge il valore attuale dei benefici fiscali (“tax shields”) connesso alla deducibilità degli oneri finanziari.

Con specifico riferimento agli UFCF (“Unlevered Free Cash Flow”), utilizzati nella valutazione del Progetto, si segnala che sono stati considerati:

- 1) I flussi finanziari in uscita relativi agli investimenti iniziali del progetto, e a quelli mantenimento della funzionalità e della piena disponibilità dell’impianto previsti dal management nei vari scenari considerati (“base”; “worst”; “best”);
- 2) il flusso in entrata relativo al realizzo del capitale investito operativo netto residuo al termine del Progetto;
- 3) con riguardo ai cosiddetti “costi post mortem” relativi al mantenimento e al *capping* della discarica dopo la vita utile del Progetto, si sono considerati i relativi accantonamenti annui alla stregua di flussi finanziari effettivi in uscita. Pertanto non si è considerato il valore attuale del fondo post mortem previsto al termine della vita utile del Progetto;
- 4) gli accantonamenti relativi ai benefici al personale (T.F.R.) sono stati considerati ai fini della valutazione come effettivi flussi finanziari in uscita nell’anno di riferimento; pertanto anche in tal caso non si è considerato il valore attuale del fondo relativo ai benefici del personale previsto al termine del progetto.

Di seguito si riporta la formula utilizzata per la valutazione della stima dell’NPV dello specifico progetto al 31/12/2016:

$$\text{NPV Progetto}_{31/12/16} = [\text{NPV(UFCF)}_{31/12/16}] + [\text{PV(Tax shields)}_{31/12/16}]$$

$$= \left[ \sum_{t=0}^N \frac{\text{UFCF}_t}{(1+Ku)^t} + \frac{\text{Cash flow da liquidazione}_{N+1}}{(1+Ku)^{N+1}} \right] + \left[ \sum_{t=1}^N \frac{Tc \times \text{Oneri Finanziari}_t}{(1+Cod)^t} \right]$$

Dove:

**UFCF**= flussi monetari operativi *unlevered* al netto delle imposte attesi nell’anno t (t= 0,1,...N dove N=termine della vita utile del Progetto);

**KU**= costo del capitale *unlevered*=costo del capitale dell’azienda priva di debito;

<sup>3</sup> Si rimanda a quanto riportato nel commento del PIV III.1.46 in cui si riporta che “...l’APV può essere considerata una valida tecnica di valutazione in presenza di strutture finanziarie che si modificano nel tempo”. Nel caso specifico infatti il valore attivo della società è rappresentato dal NPV (Net present value) di un progetto ancora da realizzarsi (futuro) il cui piano economico finanziario prevede condizioni di finanziamento che variano annualmente, arrivando a condizioni “unlevered” dopo circa 10 anni. Pertanto si ritiene che l’APV sia il metodo più appropriato per stimare l’NPV del progetto rispetto alla principale alternativa rappresentata dal criterio del WAAC (costo medio ponderato del capitale).

<sup>4</sup> La verifica della comparabilità ai fini dell’applicazione del criterio dei multipli di mercato dovrebbe considerare anche le specificità di contesto istituzionale in cui operano le diverse società del settore, essendo queste basate in paesi europei differenti.

**Cash flow da liquidazione N+1**= ammontare del cash flow netto atteso al termine della vita del Progetto (anno n+1) dalla liquidazione del capitale investito netto operativo;

**Cod**= costo marginale del debito ovvero tasso di attualizzazione dei benefici fiscali sugli oneri finanziari;

**Tax shields<sub>t</sub>**= Tc x Oneri finanziari<sub>t</sub>= beneficio fiscale atteso nell'anno *t* relativo alla deducibilità degli oneri finanziari;

**Tc**= aliquota marginale d'imposta utilizzata ai fini della deducibilità fiscale degli oneri finanziari (19% per la Polonia).

Poiché i flussi finanziari sono attesi realizzarsi in maniera distribuita nel corso di ciascun anno, si è applicata la cosiddetta convenzione di "mid-term" che prevede l'attualizzazione dei flussi finanziari considerandoli realizzati a metà anno. Di conseguenza la formula di stima di NPV del Progetto è stata adattata all'applicazione di tale convenzione temporale.

Come noto dalla teoria della valutazione d'azienda i flussi attesi futuri oggetto di valutazione dovrebbero essere rappresentati da valori "medi attesi" riferibili a medie ponderate dei flussi previsti in diversi scenari positivi e negativi assumendo come peso le probabilità associate a ciascun scenario.

In tale ottica la valutazione del NPV del Progetto è stata condotta considerando come NPV atteso complessivo la media ponderata degli NPV stimati in tre differenti scenari ("base" – "best" – "worst") con pesi pari alla probabilità stimata dal management per ciascun scenario. Gli scenari rappresentano le migliori stime del management che considerano i più significativi rischi di "downside" (scenario "worst") sia le più significative opportunità di "upside" (scenario "best"). I principali parametri di ciascun scenario sono trattati nella parte successiva della presente relazione a cui si rimanda (cfr. paragrafi E.2-E.3-E.4).

### ***E.1 I tassi di attualizzazione utilizzati ai fini dell'applicazione del metodo "APV": costo del capitale "unlevered" (Ku) e costo marginale del debito (Cod)***

Come indicato sopra, l'EV core di Ekotekno Sp. z o.o. è definito unicamente dal NPV del Progetto di trattamento, recupero e smaltimento in discarica dei rifiuti non ancora realizzato, il quale costituisce l'oggetto delle presenti analisi valutative. Il NPV di tale Progetto è stato stimato al 31.12.2016 in Euro come valore attuale dei flussi finanziari attesi dal Progetto stesso, sulla base del criterio APV. Secondo tale criterio infatti il valore del NPV del Progetto è ottenuto come somma di due componenti. Da un lato il valore attuale degli UFCF attualizzati al costo del capitale "unlevered" e dall'altro dal valore attuale dei benefici dovuti alla deducibilità degli oneri finanziari (cosiddetto scudo fiscale o "tax shields") attualizzati al costo marginale del debito. Nel proseguo della mia relazione, mi soffermerò prima sulla determinazione del costo del capitale "unlevered" (Ku) e poi sulla determinazione del costo marginale del debito (Cod).

#### **Il costo del capitale "unlevered" (Ku)**

Come noto, i tassi di sconto devono essere espressi in termini valutari omogenei rispetto ai flussi medi attesi che devono essere attualizzati. Occorre pertanto evidenziare che i flussi di cassa unlevered futuri proiettati nei vari scenari considerati dal management sono denominati in Euro utilizzando un tasso di cambio Zloty/Euro fisso e pari a 4,35 (che risulta allineato ai valori rilevati, nella prima metà del mese di dicembre 2016 e, pertanto, può essere considerato un tasso di cambio corrente alla data di riferimento della valutazione). Ciò significa che le proiezioni dei flussi finanziari futuri, di fatto, non incorporano alcuna dinamica del tasso di cambio ed equivalgono, nella sostanza, a flussi denominati in local currency (Zloty) moltiplicati per il tasso di cambio Zloty/Euro corrente. Pertanto, la corretta stima del NPV del Progetto in Euro richiede di attualizzare i flussi finanziari prospettici tradotti in Euro al cambio fisso di 4,35 Zloty/Euro utilizzando un tasso di sconto (costo opportunità del capitale) denominato in local currency (Zloty), il quale incorpora il maggior rischio della valuta locale rispetto all'Euro. Ciò equivale ad attualizzare flussi finanziari futuri in local currency ad un tasso anch'esso espresso in local currency e convertire il risultato ottenuto (NPV in local currency) in Euro al tasso di cambio corrente (allineato al tasso di cambio fisso Zloty/Euro di 4,35 utilizzato dal management nel predisporre il piano economico-finanziario dell'iniziativa).

Sulla base di tali considerazioni, nel presente paragrafo viene stimata la misura del costo del capitale unlevered (Ku) denominato in local currency (Zloty) utilizzato per calcolare il NPV del Progetto.

Il costo del capitale unlevered (Ku) è stato determinato sulla base del noto modello CAPM (Capital Asset Pricing Model) il quale prevede la seguente formula:

$$K_u = r_f + \beta_U \times ERP$$

dove:

**Ku** = costo del capitale unlevered;

**rf** = tasso *risk free* di riferimento (vedi oltre);

**ERP**= Equity Risk Premium (vedi oltre);

$\beta_U$  = coefficiente beta *unlevered* che misura il rischio sistematico dell'attivo della società considerata e che non risulta influenzata dal suo livello d'indebitamento (corrisponde, quindi, al beta che avrebbe la società qualora fosse priva di debito). Poiché sul mercato normalmente si misurano beta *levered* (risultando le società analizzate indebitate in diversa misura), il beta *unlevered* ( $\beta_U$ ) può essere stimato muovendo dai beta *levered* di mercato (o *beta raw*) e applicando la seguente formula di Hamada:

$$\beta_U = \beta_L / [1 + (1 - T_c \text{ debt}) * (D/E)]$$

dove:

$\beta_L$  = beta *levered* stimato sulla base dei rendimenti storici di un gruppo di società comparabili e dei rendimenti dell'indice di mercato di riferimento (v. oltre);

$T_c \text{ debt}$  = aliquota marginale d'imposta utilizzata ai fini della deducibilità fiscale degli oneri finanziari (assunta pari all'aliquota istituzionale del 19% per la Polonia - fonte: KPMG, *Corporate tax rates table* al 28.12.2016, come disponibile sul sito web [www.kpmg.com](http://www.kpmg.com));

**D/E** = misura target del rapporto tra valore di mercato della posizione finanziaria netta (D) e del capitale proprio (E), inclusivo dell'eventuale quota di pertinenza dei terzi.

Il beta *unlevered* è stato determinato come mediana dei beta *unlevered* di un campione di cinque imprese Europee quotate ritenute comparabili (si tratta delle società francesi Aurea SA, Derichebourg SA e Seche Environment SA, della società polacca Krynicky Recykling S.A. e della società inglese Shanks Group plc<sup>5</sup>).

Il beta *levered* (c.d. beta *raw*) di ciascuna società comparabile è stato calcolato tramite una regressione lineare tra i rendimenti mensili dello specifico titolo (variabile dipendente) e quelli dell'indice di mercato Europeo STOXX 600 (variabile indipendente) su un orizzonte temporale di cinque anni (dal 31/12/2011 al 31/12/2016). Sono stati considerati significativi i coefficienti beta stimati sulla base di regressioni con coefficiente di determinazione ( $R^2$ ) almeno pari al 10%.

Il beta *raw* "storico" (5 anni *monthly*) di ciascuna società comparabile è stato successivamente aggiustato con il metodo di Blume, secondo la seguente formula:

$$\beta_{\text{adj Levered}} = (2/3) * \beta_{\text{Raw}} + (1/3) * \beta_{\text{Mercato}} = (2/3) * \beta_{\text{Raw}} + (1/3)$$

L'aggiustamento in questione considera un peso pari a 2/3 per il beta *raw* (cioè il beta storico "grezzo") e pari a 1/3 per il beta dell'indice di mercato, il quale, per definizione, risulta sempre pari a 1.

Dal beta *adjusted levered*, infine, si è ricavato il beta *unlevered* di ciascuna società sulla base della formula di Hamada descritta sopra. A tal fine, il *leverage* (D/E) utilizzato è stato stimato come media del rapporto *Net debt/(Market Cap + Book Value Minority Interest)* rilevato al 31 dicembre di ciascuno degli ultimi cin anni (2012-2016) e del valore corrente ricostruito utilizzando le stime di consenso (mediana) degli analisti del *Net Debt* atteso al termine del 2016 (o l'ultimo dato *actual* del *net debt* se le stime degli analisti erano disponibili), la *market cap* al 31/12/2016 e l'ultimo dato *actual* del patrimonio netto di terzi (*Minority Interest*).

La Tab. 1 illustra il calcolo del beta *unlevered* di ciascuna società comparabile. Ai fini della stima del costo del capitale di Ekotekno Sp. Z o.o. si è utilizzata la mediana degli *unlevered* beta dei comparabili, pari a 0,79x.

<sup>5</sup> Va evidenziato che le cinque società quotate considerate comparabili appartengono tutte al settore *Environmental Services* (fonte *Factset*) ma provengono da vari paesi (Francia, UK e Polonia) e presentano differenze di vario grado in termini di dimensione, liquidità, tipologia di business, ecc. Peraltro lo scrivente ha calcolato anche i coefficienti beta delle altre società Europee quotate del settore *Environmental Services*, i quali tuttavia risultano non significativi (il coefficiente di determinazione  $R^2$  della regressione tra rendimenti del titolo e rendimenti dell'indice di mercato di riferimento risulta inferiore al 10%), principalmente a causa della scarsa liquidità di tali titoli (trattandosi sempre di società con capitalizzazione ridotta).

**Tab. 1 - Stima del beta *unlevered* attribuibile a Ekotekno Sp. z o.o. -**

	Country	Market cap 31/12/16 (€mio)	Beta raw 5Y monthly	Beta adj 5Y monthly	Coeff. Determinazione (R <sup>2</sup> )	Media 5Y D/E 2016	Tc	Beta unlevered
Aurea SA	FRANCE	67	1,05	1,03	21,9%	1,77%	33,30%	1,021
Derichebourg SA	FRANCE	688	1,54	1,36	12,5%	69,36%	33,30%	0,929
Krynicky Recykling S.A.	POLAND	26	1,19	1,13	14,7%	53,21%	19,00%	0,788
Seche Environnement SA	FRANCE	227	1,36	1,24	16,5%	114,15%	33,30%	0,706
Shanks Group plc	UK	658	1,13	1,09	24,8%	68,47%	20,00%	0,702
<b>Media</b>			<b>1,25</b>	<b>1,17</b>	<b>18,1%</b>	<b>61,4%</b>		<b>0,829</b>
<b>Mediana</b>			<b>1,19</b>	<b>1,13</b>	<b>16,5%</b>	<b>68,5%</b>		<b>0,788</b>

Beta *Unlevered* Mediano arrotondato = 0,79x (Attribuito a Ekotekno Z.o.o.)

Sulla base del beta *unlevered* stimato (pari a 0,79x) è stato calcolato il costo del capitale *unlevered* in *local currency* (Zloty) come illustrato in Tab. 2.

**Tab. 2 - Stima del costo del capitale *unlevered* denominato in Zloty -**

Costo del capitale (Ku)		
Costo del capitale unlevered		
a	Risk Free Rate (euro)	2,58%
b	Unlevered Beta	0,79
c	Equity Risk Premium (ERP)	5,50%
d	Premio specifico addizionale	1,75%
e= a+ b x c +d	<b>Costo del capitale unlevered (K unlev) (Euro)</b>	<b>8,68%</b>
f	Effetto ΔInflazione Polonia vs Italia nel m/l termine*	1,30%
g= e + f	<b>Ku utilizzato (Local currency)</b>	<b>9,98%</b>

\*ΔInflazione= considera il differenziale tra tasso d'inflazione della Polonia e dell'Italia al 2021 (stime IMF)

Fonte dei dati: *Thomson Reuters Datastream e Factset*

A tal fine si sono considerati, oltre al beta *unlevered* definito sopra, i seguenti parametri:

**Risk Free Rate** (Euro) = Tasso sui titoli di stato della Polonia scadenza 2055 (coerente con l'orizzonte temporale del Progetto) denominati in Euro (media 1y 31.12.2016 pari a 2,58% - *Fonte Datastream*);

**Equity Risk Premium** (ERP) = premio per il rischio di mercato, assunto pari al 5,5% (mediana per l'Italia indicata nel paper: Fernandez P., Ortiz A. and Fernandez Acín I. "Market Risk Premium used in 71 countries in 2016: a survey with 6,932 answers", *working paper, May 2016 (disponibile sul sito www.ssrn.com)*).

**Premio specifico addizionale** = componente di premio per il rischio addizionale rispetto a quella prevista dal CAPM per considerare il rischio specifico dell'investimento riconducibile sia all'*execution risk*, sia alla ridotta dimensione della società e la mancanza di

liquidità. Una ragionevole misura del premio per il rischio è compresa tra l'1,5% e il 2,5%. Ai fini delle presenti valutazioni si è assunto un premio addizionale per tale rischio pari al 1,75% (rispetto al 2% considerato nella precedente valutazione). Le motivazioni sottostanti a tale riduzione sono essenzialmente attribuibili al fatto che, da un lato, la transazione con Two Trees garantisce una "governance unitaria" della società Ekotekno Sp. z o.o. (non sono più presenti soci non riconducibili al Gruppo Green Holding), dall'altro, sono stati definiti alcuni aspetti "esecutivi" del progetto, quali: (i) perfezionamento del *package* finanziario propedeutico all'ottenimento della garanzia fideiussoria necessaria ai fini dell'erogazione del finanziamento a favore della Ekotekno Sp. z o.o. ad opera del Fondo Governativo polacco per gli investimenti nel settore ambientale; (ii) accettazione, da parte del Fondo Governativo medesimo, del cronoprogramma aggiornato presentato dalla Ekotekno Sp. z o.o. relativo alla realizzazione dell'impianto; (iii) ai fini di quanto indicato al punto precedente, stipulazione del contratto tra la stessa Ekotekno Sp. z o.o. ed il General Contractor.

I parametri sopra considerati consentono di determinare il costo del capitale unlevered (Ku) denominato in Euro, pari a **8,68%** (= 2,58% + 0,79 x 5,5% + 1,75%).

La traduzione in *local currency* di tale misura di costo del capitale *unlevered* denominato in Euro è stata fatta sulla base del c.d. metodo dei *practitioner* che prevede di aggiungere al Ku in Euro il differenziale tra inflazione attesa di medio/lungo termine per la Polonia e quella della valuta forte (Euro). A tal fine si è fatto riferimento alle previsioni sull'inflazione futura al 2021 di fonte IMF per Polonia (2,5%) e Italia (1,2%), ottenendo un differenziale pari a 1,3% (= 2,5% - 1,2%), che è stato sommato al Ku in Euro (8,68%) per ottenere il Ku in *local currency* (**9,98%** arrotondato per eccesso) da utilizzare quale tasso di attualizzazione degli *UFCF* attesi futuri del Progetto.

#### **Il costo marginale del debito (Cod)**

Per quanto riguarda invece la determinazione del valore attuale dello scudo fiscale ("*Tax shields*") che caratterizza il secondo addendo da considerare nella valutazione APV del Progetto, esso viene assunto come il costo del debito sostenuto dalla società durante la durata del finanziamento pari quindi al 6,5%.

### ***E.2 I risultati dell'applicazione del criterio di stima "APV" nello scenario "Base"***

Gli elementi chiave ("*key factor*") del Progetto di investimento nello scenario "*base*" sono individuabili nelle seguenti variabili:

- cambio fisso Zloty/Euro. Come sopra riportato, si evidenzia che gli *UFCF* sono denominati in Euro sulla base di un cambio fisso Zloty/Euro pari a 4,35. Ciò implica che nelle previsioni dei flussi futuri non viene riflesso il rischio di cambio;
- durata di 36 anni (circa 1,5 anni per la costruzione e 35 per la gestione). Primi ricavi conseguiti nel 2019 mentre l'ultimo flusso conteggiato nel Progetto è l'anno 2053;
- i costi di realizzazione dell'impianto ammontano a circa 15,5 € mio + IVA, (di cui circa 1,1 € mio già sostenuti al 31/12/2016) e i costi di manutenzione straordinaria programmata a circa 9,4 € mio + IVA;
- quantità di rifiuti in ingresso all'impianto di 60.825 ton/anno;
- smaltimento diretto in discarica nullo;
- tariffa rifiuti all'impianto di selezione pari a Zloty 260/ton;
- ecotassa da restituire pari a Zloty 75/ton;
- finanziamento di circa € 10,0 mio di € con rimborso decennale al tasso annuo del 6,5% (3,5% annuo tasso al fondo che emette il prestito + 3% tasso richiesto alla banca che emette la garanzia del prestito) e annullamento per un ammontare del 20% del finanziamento;
- impianto di selezione su 2 turni/giorno;
- rimborso trimestrale dell'IVA a credito maturata durante la fase di costruzione dell'impianto.

Ho provveduto inoltre ad introdurre le seguenti ipotesi valutative:

- si ipotizza il realizzo del capitale investito netto finale alla fine dell'anno successivo a quello relativo al termine di vita del progetto (anno 2054);
- si è fatto uso della convenzione di *mid-term*, la quale prevede che i flussi finanziari siano realizzati a metà anno (di conseguenza anche la relativa attualizzazione segue la medesima convenzione); solo il flusso in entrata connesso al previsto realizzo del capitale investito netto finale è stato ipotizzato verificarsi a fine anno.

Sulla base delle assunzioni principali sopra riportate, la stima del NPV cumulato al 31.12.2016 del Progetto nello scenario "*Base*" è positivo e ammonta ad €/000 **3.378**. Esso è determinato per €/000 2.855 dall'attualizzazione dei flussi di cassa operativi al netto delle imposte incluso il cash flow da liquidazione e per €/000 522 dai benefici relativi allo "scudo fiscale".

Nella seguente tabella espressa in €/000 si riporta il calcolo di sintesi dello scenario "BASE":

**Tab. 3 - Stima del Net Present Value (NPV) al 31.12.2016 - Scenario Base -**

a)	<b>NPV (UFC) cumulati escl. Tax Shields al 31.12.2016</b>	<b>2.855</b>
b)	<b>NPV (Tax shields) cumulato al 31.12.2016</b>	<b>522</b>
	<b>NPV Progetto Cumulato complessivo (a+b) al 31.12.2016</b>	<b>3.378</b>

Per i dettagli del calcolo si rimanda invece all'appendice n. A1 di questo documento.

### ***E.3 I risultati dell'applicazione del criterio di stima "APV" nello scenario "Worst"***

Gli elementi chiave ("key factor") del Progetto di investimento nello scenario "worst" sono individuabili nelle seguenti variabili:

- cambio fisso Zloty/Euro. Come sopra riportato, si evidenzia che gli UFCF sono denominati in Euro sulla base di un cambio fisso Zloty/Euro pari a 4,35. Ciò implica che nelle previsioni dei flussi futuri non viene riflesso il rischio di cambio;
- durata di 36 anni (circa 1,5 anni per la costruzione e 35 per la gestione). Primi ricavi conseguiti nel 2019 mentre l'ultimo flusso conteggiato nel Progetto è l'anno 2053;
- i costi di realizzazione dell'impianto ammontano a circa 15,5 € mio + IVA, (di cui circa 1,1 € mio già sostenuti al 31/12/2016) e i costi di manutenzione straordinaria programmata a circa 9,4 € mio + IVA;
- quantità di rifiuti in ingresso all'impianto di 60.825 ton/anno;
- smaltimento diretto in discarica nullo;
- tariffa rifiuti all'impianto di selezione pari a Zloty 247/ton;
- ecotassa da restituire pari a Zloty 80/ton;
- finanziamento di circa € 10,0 mio di € con rimborso decennale al tasso annuo del 6,5% (3,5% annuo tasso al fondo che emette il prestito + 3% tasso richiesto alla banca che emette la garanzia del prestito) e annullamento per un ammontare del 10% del finanziamento;
- impianto di selezione su 2 turni giorno;
- rimborso trimestrale dell'IVA a credito maturata durante la fase di costruzione dell'impianto.

Ho provveduto inoltre ad introdurre le seguenti ipotesi valutative:

- si ipotizza il realizzo del capitale investito netto finale alla fine dell'anno successivo a quello relativo al termine di vita del progetto (anno 2053);
- si è fatto uso della convenzione di *mid-term*, la quale prevede che i flussi finanziari siano realizzati a metà anno (di conseguenza anche la relativa attualizzazione segue la medesima convenzione); solo il flusso in entrata connesso al previsto realizzo del capitale investito netto finale è stato ipotizzato verificarsi a fine anno.

Sulla base delle assunzioni principali sopra riportate, la stima del NPV cumulato al 31.12.2016 del Progetto nello scenario "Worst" è positivo e ammonta ad €/000 **1.059** esso è costituito per €/000 532 dall'attualizzazione dei flussi di cassa operativi al netto delle imposte incluso il cash flow da liquidazione e per €/000 527 dai benefici dallo "scudo fiscale".

Nella seguente tabella espressa in €/000 si riporta il calcolo di sintesi dello scenario "WORST":

**Tab. 4 - Stima del Net Present Value (NPV) al 31.12.2016 - Scenario Worst -**

a)	<b>NPV (UFC) cumulati escl. Tax Shields al 31.12.2016</b>	<b>532</b>
b)	<b>NPV (Tax shields) cumulato al 31.12.2016</b>	<b>527</b>
	<b>NPV Progetto Cumulato complessivo (a+b) al 31.12.2016</b>	<b>1.059</b>

Per i dettagli del calcolo si rimanda invece all'appendice n. A2 di questo documento.

#### **E.4 I risultati dell'applicazione del criterio di stima "APV" nello scenario "Best"**

Gli elementi chiave ("key factor") del Progetto di investimento nello scenario "best" sono individuabili nelle seguenti variabili:

- cambio fisso Zloty/Euro. Come sopra riportato, si evidenzia che gli UFCF sono denominati in Euro sulla base di un cambio fisso Zloty/Euro pari a 4,35. Ciò implica che nelle previsioni dei flussi futuri non viene riflesso il rischio di cambio;
- durata di 22 anni (circa 1,5 anni per la costruzione e 21 per la gestione). Ultimo flusso conteggiato nel Progetto è l'anno 2039;
- i costi di realizzazione dell'impianto ammontano a circa 15,5 € mio + IVA, (di cui circa 1,1 € mio già sostenuti al 31/12/2016) e i costi di manutenzione straordinaria programmata a circa 4,6 €/mio + IVA;
- smaltimento rifiuti diretto in discarica a partire dal 2021 (3° anno di conseguimento dei ricavi) per 5.100 tonnellate con incremento fisso del 5%;
- introduzione del 3° turno di lavoro sull'impianto di selezione meccanica con conseguente incremento della quantità dei rifiuti alimentati fino a 91.238 tonnellate;
- tariffa rifiuti all'impianto di selezione pari a Zloty 260/ton;
- tariffa netta rifiuti smaltiti direttamente in discarica Zloty 130/ton;
- ecotassa da restituire pari a Zloty 75/ton;
- finanziamento di circa € 10,0 mio di € con rimborso decennale al tasso annuo del 6,5% (3,5% annuo tasso al fondo che emette il prestito + 3% tasso richiesto alla banca che emette la garanzia del prestito) e annullamento per un ammontare del 20% del finanziamento;
- rimborso trimestrale dell'IVA a credito maturata durante la fase di costruzione dell'impianto.

Ho provveduto inoltre ad introdurre le seguenti ipotesi valutative:

- si ipotizza il realizzo del capitale investito netto finale alla fine dell'anno successivo a quello relativo al termine di vita del progetto (anno 2039);
- si è fatto uso della convenzione di *mid-term*, la quale prevede che i flussi finanziari siano realizzati a metà anno (di conseguenza anche la relativa attualizzazione segue la medesima convenzione); solo il flusso in entrata connesso al previsto realizzo del capitale investito netto finale è stato ipotizzato verificarsi a fine anno.

Sulla base delle assunzioni principali sopra riportate, la stima del NPV cumulato al 31.12.2016 del Progetto nello scenario "Best" è positivo e ammonta ad €/000 **10.332** esso è costituito per €/000 9.809 dall'attualizzazione dei flussi di cassa operativi al netto delle imposte incluso il cash flow da liquidazione e per €/000 523 dallo "scudo fiscale".

Nella seguente tabella espressa in €/000 si riporta il calcolo di sintesi dello scenario "BEST":

**Tab. 5 - Stima del Net Present Value (NPV) al 31.12.2016 - Scenario Best -**

a)	<b>NPV (UFC) cumulati escl. Tax Shields al 31.12.2016</b>	<b>9.809</b>
b)	<b>NPV (Tax shields) cumulato al 31.12.2016</b>	<b>523</b>
	<b>NPV Progetto Cumulato complessivo (a+b) al 31.12.2016</b>	<b>10.332</b>

Per i dettagli del calcolo si rimanda invece all'appendice n. A3 di questo documento.

#### **F. L'equity value del 90% di Ekotekno Sp. z o.o.**

Per effetto della menzionata Transazione del 06/12/2016, Ambienthesis S.p.A. si è impegnata, da un lato, a corrispondere a Two Trees, in solido con Rea Dalmine S.p.A., la somma complessiva di € 2.000.000,00, dall'altro, ad acquistare dalla stessa Two Trees (che si è obbligata a vendere) la partecipazione da questa attualmente detenuta (10%) nel capitale sociale di Ekotekno Sp. z o.o., nonché l'intero finanziamento soci di cui essa è ancora titolare, al prezzo complessivo di € 250.000,00.

In sintesi è possibile affermare che, a fronte dell'adempimento della transazione sottoscritta, pari a € 2.250.000,00 totali che ATH corrisponderà a Two Trees, Ekotekno Sp. z o.o. si configurerà in astratto come una società detenuta al 90% da Rea Dalmine S.p.A. e al 10% da Ambienthesis S.p.A.. Alla luce di ciò, vale allora la seguente relazione:

$$\text{Equity Value (90\%)} = \text{EV Core} + \text{SA} - \text{PFN adj} - 2.250.000 \text{ (effetto transazione)}$$

**G. La stima del valore economico (valore normale di mercato) dell'investimento nel 90% di Ekotekno Sp. z o.o. al 31/12/2016**

Nell'ipotesi in cui, Ekotekno Sp. z o.o. non presenti altre passività finanziarie alla data di valutazione del 31.12.2016, ovvero che la sua posizione finanziaria netta (PFN adj.) sia pari a zero, è possibile procedere alla determinazione del valore economico (valore normale di mercato<sup>6</sup>) dell'investimento nel 90% della società Ekotekno.

Riprendendo la formula di valutazione dell'*Equity Value* al 90% sopra riportata e considerando che la società Ekotekno non ha surplus assets (ovvero il valore di SA è pari a 0), possiamo determinare il valore normale di mercato attribuibile all'Investimento in Ekotekno (90% dell'equity) sulla base dell'EV *Core* di ciascuno degli scenari ipotizzati sopra ("Base" – "Worst" – "Best") al netto dell'effetto della transazione e ponderando i risultati di ciascuno scenario sulla base della relativa probabilità, come definita dal management coinvolto nella definizione del Progetto.

In particolare, data l'ottica prudentiale della valutazione, si è assunto per lo scenario "Worst" il livello massimo del range di probabilità attribuito dal management alla specifico scenario (30%) e, di conseguenza, si è attribuito allo scenario "Best" il livello minimo del range di probabilità indicato dal management. Sulla base di tale scelta, le probabilità di accadimento attribuite ai tre scenari considerati risultano le seguenti: "Base" 60%; "Worst" 30%; "Best" 10%.

Sulla base delle informazioni sopra riportate, il valore del 90% di Ekotekno nei tre scenari alternativi, può assumere le seguenti stime di valore:

Caso "Base":

**Tab. 6 - Stima del 90% dell'equity value al 31.12.2016 - Scenario "Base" in €/000 -**

<b>NPV Progetto Cumulato al 31.12.2016</b>	<b>3.378</b>
<i>TT transazione e PFN Ekotekno a zero</i>	<i>-2.000</i>
<i>Acquisto 10% da TT (sempre ex transazione TT)</i>	<i>-250</i>
<b>Valore 90% equity Ekotekno Z.o.o. al 31.12.2016 con PFN 0</b>	<b>1.128</b>

Caso "Worst"

**Tab. 7 - Stima del 90% dell'equity value al 31.12.2016 - Scenario "Worst" in €/000 -**

<b>NPV Progetto Cumulato al 31.12.2016</b>	<b>1.059</b>
<i>TT transazione e PFN Ekotekno a zero</i>	<i>-2.000</i>
<i>Acquisto 10% da TT (sempre ex transazione TT)</i>	<i>-250</i>
<b>Valore 90% equity Ekotekno Z.o.o. al 31.12.2016 con PFN 0</b>	<b>-1.191</b>

Caso "Best"

**Tab. 8 - Stima del 90% dell'equity value al 31.12.2016 - Scenario "Best" in €/000 -**

<b>NPV Progetto Cumulato al 31.12.2016</b>	<b>10.332</b>
<i>TT transazione e PFN Ekotekno a zero</i>	<i>-2.000</i>
<i>Acquisto 10% da TT (sempre ex transazione TT)</i>	<i>-250</i>
<b>Valore 90% equity Ekotekno Z.o.o. al 31.12.2016 con PFN 0</b>	<b>8.082</b>

<sup>6</sup> I Principi Italiani di Valutazione - PIV 1.6.12 - affermano che: "Il valore normale (di mercato) di un'attività è il prezzo che si stima si formerebbe sul mercato in condizioni normali, nelle quali i prezzi non siano ingiustificatamente depressi o irrazionalmente elevati, rispetto ai fondamentali".

Ciò posto, la stima del valore economico nella configurazione di valore normale di mercato dell'investimento nel 90% dell'equity di Ekotekno Sp. Z o.o. nell'ipotesi sopra riportata, potrebbe assumere il valore di €/000 **1.128**, come si desume dalla seguente tabella:

**Tab. 9 - Stima del valore normale di mercato della partecipazione pari al 90% dell'equity al 31/12/2016 con PFN pari a 0 -**

	Valore 90% equity	Probabilità di scenario	Valore ponderato
Scenario "Base"	1.128	60%	677
Scenario "Worst"	-1.191	30%	-357
Scenario "Best"	8.082	10%	808
<b>Valore atteso investimento nel 90% equity Ekotekno</b>			<b>1.128</b>

## H. Analisi di sensitività

Data la finalità della presente relazione, si è inoltre ritenuto opportuno procedere ad un'analisi di sensitività<sup>7</sup> al fine di individuare le possibili variazioni del valore normale di mercato in Ekotekno (90% dell'equity), al variare del costo del capitale *unlevered* (Ku).

Di seguito la tabella che presenta i risultati di tale analisi:

**Tab. 10 - Simulazione valore normale di mercato del 90% dell'equity al variare di Ku (dato cod= 6,5%) -**

	Costo del capitale unlevered									
	8,98%	9,23%	9,48%	9,73%	9,98%	10,23%	10,48%	10,73%	10,98%	
Valore 90% Equity - Scenario Base	2.770	2.332	1.913	1.512	1.128	760	408	70	-254	
Valore 90% Equity - Scenario Worst	183	-184	-534	-870	-1.191	-1.499	-1.793	-2.075	-2.346	
Valore 90% Equity - Scenario Best	10.229	9.665	9.119	8.592	8.082	7.590	7.113	6.652	6.206	
<b>Prob. Scenari</b>										
Scenario Base	60%	60%	60%	60%	60%	60%	60%	60%	60%	
Scenario Worst	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	
Scenario Best	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	
<b>Valore atteso investimento nel 90% equity Ekotekno</b>	2.740	2.311	1.900	1.505	1.128	765	418	85	-236	
Prezzo richiesto per l'investimento	1.100	1.100	1.100	1.100	1.100	1.100	1.100	1.100	1.100	
<b>NPV atteso da acquisizione partecipazione 90% Equity</b>	<b>1.640</b>	<b>1.211</b>	<b>800</b>	<b>405</b>	<b>28</b>	<b>-335</b>	<b>-682</b>	<b>-1.015</b>	<b>-1.336</b>	

## I. Riepilogo e risultati di sintesi

Sulla base del lavoro condotto e nell'ipotesi di considerare una configurazione di valore normale (di mercato) come sopra riportato, determinato nella prospettiva degli operatori partecipanti al mercato (cosiddetti "market participant"<sup>8</sup>) ritengo che il valore complessivamente attribuibile al 90% dell'equity di Ekotekno alla data del 31/12/2016, possa essere ragionevolmente stimato in circa €/000 **1.128**.

Si evidenzia che la stima del valore normale di mercato atteso dell'investimento è basata su ipotesi prudenziali, in particolar modo con riguardo a:

- l'utilizzo di un premio per il rischio specifico pari al 1,75%, incorporato nel tasso di sconto (costo del capitale *unlevered*);
- la scelta dei pesi attribuiti agli scenari *worst* e *best*, che si pongono all'estremo superiore e, rispettivamente, inferiore del range di probabilità indicato dal management.

<sup>7</sup> Trattasi di una tecnica utilizzata per quantificare gli effetti sui risultati forniti dall'analisi di un progetto di investimento, indotti dalla modifica dei parametri con i quali sono calcolati gli indicatori di sostenibilità economico-finanziaria di un investimento. Tale analisi non fornisce alcuna indicazione in merito alla probabilità che il parametro variato, nel caso specifico il costo del capitale *unlevered* (Ku), possa raggiungere i differenti valori proposti nell'analisi.

<sup>8</sup> Nei Principi Italiani di Valutazione - PIV I.7.2 - si afferma che: "I partecipanti al mercato sono i potenziali acquirenti/venditori di un'attività in grado di garantire il massimo e miglior uso possibile. Quando si adotta la loro prospettiva, occorre escludere dalla stima quell'insieme di elementi che sono specifici del soggetto che detiene o usa o controlla l'attività da valutare.

Pertanto, il prezzo di acquisizione del 90% dell'equity di Ekotekno da parte di Ambienthesis SpA, stimato in €/000 **1.128**, può dunque ritenersi congruo da un punto di vista finanziario.



In fede

Giorgio Venturini

Milano, 28 febbraio 2017

## ***J. ALLEGATI/APPENDICI***

A.1) Ekotekno Sp. Z o.o. – Stima del NPV del Progetto al 31/12/2016 nello SCENARIO BASE

A.2) Ekotekno Sp Z o.o. – Stima del NPV del Progetto al 31/12/2016 nello SCENARIO WORST

A.3) Ekotekno Sp. Z o.o. – Stima del NPV del Progetto al 31/12/2016 nello SCENARIO BEST

A.4) Ekotekno Sp. Z o.o. – Stima del valore normale di mercato della partecipazione pari al 90% dell'equity al 31/12/2016 e relativa analisi di sensitività



### A.1) Ekotekno Sp. Z o.o. – Stima del NPV del Progetto al 31/12/2016 nello SCENARIO “BASE”

Anno realizzo UFCF	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035
UFCF in euro al cambio fisso (4,35 PZ/€)	-6.610	-8.321	1.516	2.259	2.262	2.239	2.215	1.827	1.600	2.241	2.090	2.665	2.087	1.851	352	2.088	2.180	1.770	2.123
K unlevered (Ku)	9,98%																		
Fattore di attualizzazione Ku	0,95355	0,86702	0,78834	0,71681	0,65176	0,59262	0,53884	0,48994	0,44549	0,40506	0,36830	0,33488	0,30449	0,27686	0,25174	0,22890	0,20812	0,18924	0,17207
PV (UFCF)	-6.303	-7.214	1.195	1.619	1.474	1.327	1.194	895	713	908	770	893	636	513	89	478	454	335	365
<b>PV (UFCF) cumulati escl. Tax shield al 31.12.2016</b>	<b>2.855</b>																		
Oneri finanziari netti		0	1.014	576	505	434	365	300	235	170	105	41	0	0	0	0	0	0	0
Tc	19,00%																		
Beneficio fiscale su Oneri finanziari (Tc x Oneri fin. Netti)		0	193	109	96	82	69	57	45	32	20	8	0	0	0	0	0	0	0
Tasso attualizzazione benefici fiscali su Oneri finanziari	6,50%																		
Fattore attualizzazione		0,9099	0,8543	0,8022	0,7532	0,7073	0,6641	0,6236	0,5855	0,5498	0,5162	0,4847	0,4551	0,4273	0,4013	0,3768	0,3538	0,3322	0,3119
PV(Tax shields)		0	165	88	72	58	46	36	26	18	10	4	0	0	0	0	0	0	0
<b>PV (Tax shields) Cumulato al 31.12.2016</b>	<b>522</b>																		
<b>NPV Progetto Cumulato al 31.12.2016</b>	<b>3.378</b>																		
TT transazione e PFN Ekotekno a zero	2.000																		
Acquisto 10% da TT (sempre ex transazione TT)	250																		
<b>Valore 90% equity Ekotekno Z.o.o. al 31.12.2016 con PFN 0</b>	<b>1.128</b>																		

(segue: UFCF previsti dal 2036 al 2053 + Valore liquidazione del Capitale Investito Netto previsto alla fine della vita utile del Progetto)

Anno realizzo UFCF	2036	2037	2038	2039	2040	2041	2042	2043	2044	2045	2046	2047	2048	2049	2050	2051	2052	2053	2054
UFCF in euro al cambio fisso (4,35 PZ/€)	1.323	2.083	1.107	2.154	2.184	2.105	1.471	412	2.176	1.619	2.237	2.186	1.940	1.281	2.209	2.240	2.210	2.173	761
K unlevered (Ku)																			
Fattore di attualizzazione Ku	0,15645	0,14226	0,12935	0,11761	0,10694	0,09723	0,08841	0,08039	0,07309	0,06646	0,06043	0,05495	0,04996	0,04543	0,04130	0,03756	0,03415	0,03105	0,02692
PV (UFCF)	207	296	143	253	234	205	130	33	159	108	135	120	97	58	91	84	75	67	20
<b>PV (UFCF) cumulati escl. Tax shield al 31.12.2016</b>																			

## A.2) Ekotekno Sp. Z o.o. – Stima del NPV del Progetto al 31/12/2016 nello SCENARIO “WORST”

Anno realizzo UFCF	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035
UFCF in euro al cambio fisso (4,35 PZ/€)	-6.610	-8.321	1.314	2.025	2.027	2.002	1.976	1.588	1.374	1.736	1.582	2.155	1.839	1.604	133	1.836	1.921	1.508	1.859
K unlevered (Ku)	9,98%																		
Fattore di attualizzazione Ku	0,95355	0,86702	0,78834	0,71681	0,65176	0,59262	0,53884	0,48994	0,44549	0,40506	0,36830	0,33488	0,30449	0,27686	0,25174	0,22890	0,20812	0,18924	0,17207
PV (UFCF)	-6.303	-7.214	1.036	1.452	1.321	1.186	1.065	778	612	703	582	722	560	444	34	420	400	285	320
<b>PV (UFCF) cumulati escl. Tax shield al 31.12.2016</b>	<b>532</b>																		
Oneri finanziari netti		0	1.014	589	515	440	367	300	235	170	105	41	0	0	0	0	0	0	0
Tc	19,00%																		
Beneficio fiscale su Oneri finanziari (Tcx Oneri fin. Netti)		0	193	112	98	84	70	57	45	32	20	8	0	0	0	0	0	0	0
Tasso attualizzazione benefici fiscali su Oneri finanziari	6,50%																		
Fattore attualizzazione		0,9099	0,8543	0,8022	0,7532	0,7073	0,6641	0,6236	0,5855	0,5498	0,5162	0,4847	0,4551	0,4273	0,4013	0,3768	0,3538	0,3322	0,3119
PV(Tax shields)		0	165	90	74	59	46	36	26	18	10	4	0	0	0	0	0	0	0
<b>PV (Tax shields) Cumulato al 31.12.2016</b>	<b>527</b>																		
<b>NPV Progetto Cumulato al 31.12.2016</b>	<b>1.059</b>																		
TT transazione e PFN Ekotekno a zero	2.000																		
Acquisto 10% da TT (sempre ex transazione TT)	250																		
<b>Valore 90% equity Ekotekno Z.o.o. al 31.12.2016 con PFN 0</b>	<b>-1.191</b>																		

(segue: UFCF previsti dal 2036 al 2053 + Valore liquidazione del Capitale Investito Netto previsto alla fine della vita utile del Progetto)

Anno realizzo UFCF	2036	2037	2038	2039	2040	2041	2042	2043	2044	2045	2046	2047	2048	2049	2050	2051	2052	2053	2054
UFCF in euro al cambio fisso (4,35 PZ/€)	1.056	1.816	855	1.884	1.909	1.829	1.196	169	1.898	1.333	1.948	1.895	1.649	1.004	1.913	1.939	1.907	1.868	726
K unlevered (Ku)																			
Fattore di attualizzazione Ku	0,15645	0,14226	0,12935	0,11761	0,10694	0,09723	0,08841	0,08039	0,07309	0,06646	0,06043	0,05495	0,04996	0,04543	0,04130	0,03756	0,03415	0,03105	0,02692
PV (UFCF)	165	258	111	222	204	178	106	14	139	89	118	104	82	46	79	73	65	58	20

### A.3) Ekotekno Sp. Z o.o. – Stima del NPV del Progetto al 31/12/2016 nello SCENARIO “BEST”

Anno realizzo UFCF	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035	2036	2037	2038	2039	2040
UFCF in euro al cambio fisso (4,35 PZ/€)	-6.610	-8.321	1.513	2.256	2.820	3.510	3.668	3.282	2.998	3.705	3.596	4.185	3.612	3.368	1.740	3.612	3.784	3.391	3.763	2.982	3.752	3.875	3.775	1.178
K unlevered (Ku)	9,98%																							
Fattore di attualizzazione Ku	0,95355	0,86702	0,78834	0,71681	0,65176	0,59262	0,53884	0,48994	0,44549	0,40506	0,36830	0,33488	0,30449	0,27686	0,25174	0,22890	0,20812	0,18924	0,17207	0,15645	0,14226	0,12935	0,11761	0,11215
PV (UFCF)	-6.303	-7.214	1.192	1.617	1.838	2.080	1.977	1.608	1.336	1.501	1.324	1.402	1.100	933	438	827	788	642	647	467	534	501	444	132
<b>PV (UFCF) cumulati escl. Tax shield al 31.12.2016</b>	<b>9.809</b>																							
Oneri finanziari netti		0	1.014	577	506	435	365	300	235	170	105	41	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Tc	19,00%																							
Beneficio fiscale su Oneri finanziari (Tc x Oneri fin. Netti)		0	193	110	96	83	69	57	45	32	20	8	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Tasso attualizzazione benefici fiscali su Oneri finanziari	6,50%																							
Fattore attualizzazione		0,9099	0,8543	0,8022	0,7532	0,7073	0,6641	0,6236	0,5855	0,5498	0,5162	0,4847	0,4551	0,4273	0,4013	0,3768	0,3538	0,3322	0,3119	0,2929	0,2750	0,2582	0,2425	
PV (Tax shields)		0	165	88	72	58	46	36	26	18	10	4	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>PV (Tax shields) Cumulato al 31.12.2016</b>	<b>523</b>																							
<b>NPV Progetto Cumulato al 31.12.2016</b>	<b>10.332</b>																							
TT transazione e PFN Ekotekno a zero	2.000																							
Acquisto 10% da TT (sempre ex transazione TT)	250																							
<b>Valore 90% equity Ekotekno Z.o.o. al 31.12.2016 con PFN 0</b>	<b>8.082</b>																							

**A.4) Ekotekno Sp. Z.o.o. – Stima del valore normale di mercato della partecipazione pari al 90% dell’equity al 31/12/2016 e relativa analisi di sensitività**

	<b>Valore 90% equity</b>	<b>probabilità scenario</b>	<b>Valore ponderato</b>
Scenario Base	1.128	60%	677
Scenario worst	-1.191	30%	-357
Scenario Best	8.082	10%	808
<b>Valore atteso investimento nel 90% equity Ekotekno</b>			<b>1.128</b>

**ANALISI DI SENSITIVITA' DEL VALORE NORMALE DI MERCATO STIMATO DELLA PARTECIPAZIONE (90% EQUITY DI EKOTEKNO)**

	<b>Costo del capitale unlevered</b>								
	<b>8,98%</b>	<b>9,23%</b>	<b>9,48%</b>	<b>9,73%</b>	<b>9,98%</b>	<b>10,23%</b>	<b>10,48%</b>	<b>10,73%</b>	<b>10,98%</b>
Valore 90% Equity - Scenario Base	2.770	2.332	1.913	1.512	1.128	760	408	70	-254
Valore 90% Equity - Scenario Worst	183	-184	-534	-870	-1.191	-1.499	-1.793	-2.075	-2.346
Valore 90% Equity - Scenario Best	10.229	9.665	9.119	8.592	8.082	7.590	7.113	6.652	6.206
<b>Prob. Scenari</b>									
Scenario Base	60%	60%	60%	60%	60%	60%	60%	60%	60%
Scenario Worst	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%
Scenario Best	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%
<b>Valore atteso investimento nel 90% equity Ekotekno</b>	2.740	2.311	1.900	1.505	1.128	765	418	85	-236
Prezzo richiesto per l'investimento	1.100	1.100	1.100	1.100	1.100	1.100	1.100	1.100	1.100
<b>NPV atteso da acquisizione partecipazione 90% Equity</b>	<b>1.640</b>	<b>1.211</b>	<b>800</b>	<b>405</b>	<b>28</b>	<b>-335</b>	<b>-682</b>	<b>-1.015</b>	<b>-1.336</b>