



AMBIENTHESIS S.p.A.

Sede legale in Segrate (MI) – Via Cassanese n. 45
Capitale Sociale Euro 48.204.000,00 interamente versato
Codice Fiscale e iscrizione al Registro Imprese di Milano Monza Brianza Lodi n. 10190370154
Partita IVA: 02248000248 – Numero R.E.A. MI – 1415152

DOCUMENTO INFORMATIVO

RELATIVO AD UN'OPERAZIONE DI MAGGIORE RILEVANZA CON PARTI CORRELATE

redatto ai sensi dell'art. 5 del Regolamento adottato dalla CONSOB con delibera n. 17221 del 12 marzo 2010, come successivamente modificato e integrato, relativo all'operazione avente ad oggetto la sottoscrizione di un accordo di investimento tra Ambienthesis S.p.A. e Greenthesis S.p.A.

Documento informativo reso disponibile il 22 novembre 2021 presso la sede legale di Ambienthesis S.p.A. (Segrate (MI), Via Cassanese, n. 45), sul sito internet di Ambienthesis S.p.A. www.ambienthesis.it e sul meccanismo di stoccaggio autorizzato 1INFO, www.1info.it.

INDICE

PREMESSA	3
1.AVVERTENZE	4
1.1 Rischi connessi ai potenziali conflitti di interesse derivanti dall'operazione.....	4
2.INFORMAZIONI RELATIVE ALL'OPERAZIONE	4
2.1 Caratteristiche, modalità, termini e condizioni relativi all'operazione...	4
2.2 Parti correlate coinvolte nell'operazione, natura della correlazione, natura e portata degli interessi di tali parti.....	7
2.3 Motivazioni economiche convenienza per la Società all'Operazione	8
2.4 Modalità di determinazione del valore del controvalore dell'operazione e valutazioni circa la sua congruità rispetto ai valori di mercato di operazioni similari.....	9
2.5 Illustrazione degli effetti economici, patrimoniali e finanziari dell'Operazione	17
2.6 Incidenza dell'Operazione sui compensi dei componenti dell'organo di amministrazione della Società e/o di società da questa controllate.....	19
2.7 Eventuali componenti degli organi di amministrazione e di controllo, direttori generali e dirigenti della Società coinvolti nell'operazione.....	19
2.8 Descrizione della procedura di approvazione dell'operazione	19

PREMESSA

Il presente documento informativo (il “**Documento Informativo**”) è stato predisposto da Ambienthesis S.p.A. (“**ATH**” ovvero la “**Società**”) ai sensi dell’art. 5 del Regolamento adottato dalla CONSOB con delibera n. 17221 del 12 marzo 2010 e successive modificazioni ed integrazioni (il “**Regolamento OPC**”), nonché dell’art. 7 della Procedura per le Operazioni con Parti Correlate adottata dal Consiglio di Amministrazione in data 12 novembre 2010, e da ultimo modificata in data 25 giugno 2021 (la “**Procedura Parti Correlate**”), al fine di fornire al mercato e agli azionisti di ATH un’esauriente informativa in merito alla sottoscrizione tra ATH e Greenthesis S.p.A. (“**GTH**”) di un accordo di investimento che prevede (i) l’obbligo da parte della Società a far sì che l’Assemblea Straordinaria deliberi un aumento di capitale (l’“**Aumento di Capitale**”) avente un importo complessivo, comprensivo di eventuale sovrapprezzo, pari a Euro 75.000.000,00 (settantacinquemilioni), con emissione di n. 62.500.000 (sessantaduemilioni cinquecentomila) azioni ordinarie, con godimento regolare e aventi le medesime caratteristiche di quelle già in circolazione alla data di emissione, da liberarsi, entro il termine del 31 dicembre 2021 mediante conferimento in natura di un ramo d’azienda costituito dai beni e rapporti giuridici attivi e passivi tra cui figurano le partecipazioni rappresentative del 100% del capitale sociale di Indeco S.r.l. (“**Indeco**”), Gea S.r.l. (“**Gea**”) e Aimeri S.r.l. in liquidazione (“**Aimeri**”), un contratto preliminare tra GTH e la partecipata Plurifinance S.r.l. relativo alla cessione del contratto di *leasing* finanziario stipulato con la società Leasint S.p.A., relativo all’immobile adibito a sede delle società controllate direttamente e indirettamente da GTH nonché il ramo d’azienda attualmente condotto da GTH e relativo alla fornitura di servizi amministrativi e direzionali in favore della società controllate direttamente e indirettamente da GTH (il “**Ramo d’Azienda**”) e (ii) l’obbligo da parte di GTH di (aa) sottoscrivere le azioni emesse nel contesto dell’Aumento di Capitale e (bb) liberare integralmente le nuove azioni emesse nel contesto dell’Aumento di Capitale mediante conferimento della piena ed esclusiva proprietà del Ramo d’Azienda (l’“**Accordo di Investimento**”).

Il Documento Informativo, pubblicato in data 22 novembre 2021, è a disposizione del pubblico presso la sede legale della Società, sita in Segrate (MI), Via Cassanese n. 45, sul sito *internet* della Società all’indirizzo www.ambienthesis.it e sul meccanismo di stoccaggio autorizzato 1INFO all’indirizzo www.1info.it.

1. AVVERTENZE

1.1 Rischi connessi ai potenziali conflitti di interesse derivanti dall'operazione

La sottoscrizione dell'Accordo di Investimento costituisce un'operazione tra parti correlate ai sensi del Regolamento OPC e della Procedura Parti Correlate, in virtù del fatto che, alla data del Documento Informativo, ATH è controllata da RAPS S.a.s. di Rina Marina Cremonesi & C. per il tramite delle società dalla stessa indirettamente controllate GTH e Gea. In particolare, GTH detiene una partecipazione diretta pari a circa il 61,76% del capitale sociale di ATH e una partecipazione indiretta, per il tramite di Gea, pari a circa il 14,4% del capitale sociale di ATH.

La Società non è soggetta ad attività di direzione e coordinamento ai sensi degli artt. 2497 e seguenti del cod. civ.

2. INFORMAZIONI RELATIVE ALL'OPERAZIONE

2.1 Caratteristiche, modalità, termini e condizioni relativi all'operazione

Ai sensi dell'Accordo di Investimento è previsto che (i) ATH si obblighi a far sì che la propria assemblea deliberi l'Aumento di Capitale avente un importo complessivo, comprensivo di eventuale sovrapprezzo, pari a Euro 75.000.000,00, con emissione di n. 62.500.000 azioni ordinarie con godimento regolare e aventi le medesime caratteristiche di quelle già in circolazione alla data di emissione (le "Nuove Azioni"), riservato a GTH, da liberarsi mediante conferimento in natura del Ramo d'Azienda; e (ii) GTH si obblighi a (aa) sottoscrivere le Nuove Azioni e (bb) liberare integralmente le Nuove Azioni mediante conferimento della piena ed esclusiva proprietà del Ramo d'Azienda.

Il Ramo d'Azienda è costituito principalmente: (i) dalle partecipazioni totalitarie detenute da Greenthesis in Indeco e Gea che, a seguito del perfezionamento delle Operazioni Propedeutiche (come di seguito definite), deterranno a loro volta, *inter alia*, il 100% di Rea Dalmine; (ii) dalla partecipazione del 100% detenuta da GTH in Aimeri; (iii) dal debito finanziario di GTH nei confronti di Indeco; (iv) da un debito bancario di GTH; (v) da un contratto preliminare tra GTH e Plurifinance S.r.l. (partecipata al 40% da GTH e, per la restante parte del capitale, da componenti della famiglia Grossi, azionista di GTH) relativo alla cessione del contratto di *leasing* finanziario stipulato con la società Leasint S.p.A., relativo all'immobile adibito a sede delle società controllate direttamente e indirettamente da GTH e (vi) dal ramo d'azienda attualmente condotto da GTH e relativo alla fornitura di servizi amministrativi e direzionali a favore della Società e delle altre società operative del gruppo facente capo a GTH.

Con riferimento al punto (v) che precede, ove divenga attuale l'impegno di acquisto disciplinato nel contratto preliminare, ATH, (i) subentrerà nel contratto di *leasing*, assumendo l'obbligo di pagamento del debito residuo esistente alla data di cessione dello stesso secondo le tempistiche ivi previste e (ii) corrisponderà al cedente

Plurifinance S.r.l. un importo pari alla differenza tra Euro 13.670.00,00 e il debito residuo di cui al precedente punto (i), oltre oneri fiscali nella misura prevista per legge.

Nel contesto dell'operazione di conferimento del Ramo d'Azienda, è in corso un processo di riorganizzazione del gruppo facente capo a GTH, che prevede il completamento di alcune operazioni societarie propedeutiche al perfezionamento del conferimento del Ramo d'Azienda (tra cui rientrano le operazioni di scissione di Gea e Rea Dalmine) volte anche alla razionalizzazione della struttura patrimoniale e finanziaria di alcune società rientranti nel Ramo d'Azienda, finalizzate, in particolare, all'estinzione/compensazione di crediti finanziari delle società operative nei confronti di GTH e delle relative controllate/partecipate non incluse nel perimetro del conferimento ed all'esclusione di attività e passività non afferenti l'attività caratteristica dei servizi ambientali svolta dal gruppo facente capo a GTH (le **"Operazioni Propedeutiche"**).

Il Ramo d'Azienda include le seguenti principali attività operative:

- la proprietà e la gestione dell'impianto di termovalorizzazione situato a Dalmine (BG), impianto a tecnologia complessa di valenza strategica nazionale e tra i più avanzati – specie in termini di rispondenza ai requisiti ambientali – ed efficienti tra quelli operanti sul territorio italiano¹;
- la gestione integrata e la valorizzazione multimateriale dell'intero ciclo dei rifiuti di matrice urbana rivenienti dalla raccolta degli stessi sul territorio della Regione Valle d'Aosta sino al 2036²;
- la proprietà e la gestione della discarica tattica regionale della Regione Veneto, dedicata allo smaltimento di rifiuti prevalentemente urbani e di rifiuti speciali non pericolosi (con durata attuale residua attesa sino al 2029), e degli impianti, complementari alla stessa, di valorizzazione del biogas e di trattamento dei reflui liquidi, siti nel Comune di S. Urbano (PD)³;
- la proprietà delle aree e la valorizzazione degli invasi di discarica in post chiusura di Latina (località Borgo Montello), presso le quali è installato un sistema impiantistico di produzione di energia elettrica derivante dallo sfruttamento del biogas ed è in corso la realizzazione di un impianto di produzione di biometano liquefatto con annesso parco fotovoltaico⁴;
- l'autorizzazione per la costruzione e gestione di un impianto di trattamento delle frazioni umide dei rifiuti e degli scarti verdi (per 80 mila tonnellate annue complessive) con la finalità di produrre biometano liquefatto e compost di qualità, da ubicarsi in provincia di Latina⁵.

¹ Attività facente capo a Rea Dalmine.

² Attività facente capo a Enval, controllata al 51% da Rea Dalmine.

³ Attività facente capo a Gea.

⁴ Attività facente capo a Indeco.

⁵ Attività facente capo a Rifuture, partecipata al 30% da Rea Dalmine ed al 30% da Gea.

Al fine di dare conto delle variazioni contabili che intercorreranno tra il 30 giugno 2021 (data di riferimento contabile per la valutazione del Ramo d'Azienda) e la data di efficacia del conferimento del Ramo d'Azienda, ATH e GTH redigeranno congiuntamente e in buona fede, entro quarantacinque giorni lavorativi dalla data di efficacia del conferimento, una situazione patrimoniale a tale data, al fine di dare evidenza delle variazioni nel patrimonio netto del Ramo d'Azienda (la "**Situazione Patrimoniale di Conferimento**").

Ove la variazione tra situazione patrimoniale al 30 giugno 2021 e la Situazione Patrimoniale di Conferimento differisca, in aumento o in diminuzione, di oltre il 5% del valore del patrimonio netto risultante dalla situazione patrimoniale al 30 giugno 2021 del Ramo d'Azienda e calcolato al netto del valore delle partecipazioni nel capitale sociale di Indeco, Gea e Aimeri, salvo quanto previsto ai sensi dell'Accordo di Investimento:

- qualora il patrimonio netto risultante dalla Situazione Patrimoniale di Conferimento sia superiore al patrimonio netto risultante dalla situazione patrimoniale al 30 giugno 2021, ATH provvederà a pagare la differenza in favore di GTH entro quindici giorni lavorativi dalla data di definizione della Situazione Patrimoniale di Conferimento;
- qualora il patrimonio netto risultante dalla Situazione Patrimoniale di Conferimento sia inferiore, GTH provvederà a pagare la differenza in favore di ATH entro quindici giorni lavorativi dalla data di definizione della Situazione Patrimoniale di Conferimento.

Il perfezionamento dell'Accordo di Investimento, e pertanto dell'Aumento di Capitale, è subordinato al verificarsi - entro il termine previsto dall'Accordo di Investimento - delle seguenti condizioni sospensive (le "**Condizioni Sospensive**"):

- (i) la stipula (a) dell'atto di scissione parziale di Gea e (b) dell'atto di scissione di Rea Dalmine, e l'avvenuta efficacia delle predette scissioni;
- (ii) l'approvazione da parte dell'assemblea straordinaria di ATH dell'Aumento di Capitale;
- (iii) il compiuto esperimento e la conclusione della procedura di informazione e consultazione sindacale di cui all'art. 47 della l. 29 dicembre 1990, n. 428 con riferimento al conferimento del Ramo d'Azienda;
- (iv) in relazione a eventuali contratti di finanziamento e/o prestiti obbligazionari di cui siano parte GTH, ATH e/o le società del gruppo facente capo a GTH che prevedano il consenso rispetto ad operazioni straordinarie di riorganizzazione infragruppo, in via alternativa, (a) l'ottenimento, ove necessario, del consenso da parte delle relative banche finanziatrici e/o obbligazionisti; (b) la rinegoziazione dei relativi contratti di finanziamento e/o prestiti obbligazionari e/o (c) l'eventuale rifinanziamento del relativo indebitamento;

- (v) il mancato verificarsi di uno o più eventi o circostanze che abbiano effettivamente prodotto un rilevante effetto negativo, sulle attività, sui rapporti giuridici, sulle passività e/o sui risultati gestionali di GTH, delle società del gruppo facente capo a GTH.

Le Condizioni Sospensive di cui ai punti **Errore. L'origine riferimento non è stata trovata.** e (iv) sono nell'interesse esclusivo di ATH e, pertanto, sono rinunciabili solo dalla stessa.

Inoltre, ai sensi dell'Accordo di Investimento entro 5 giorni lavorativi dall'avveramento (o alla rinuncia, a seconda del caso) di tutte le Condizioni Sospensive, verrà sottoscritto innanzi al Notaio l'atto di conferimento, verranno emesse le Nuove Azioni e, previa verifiche da parte del Consiglio di Amministrazione ai sensi dell'art. 2343-*quater* cod. civ., si procederà al deposito per l'iscrizione presso il Registro delle Imprese della dichiarazione di cui all'art. 2343-*quater*, terzo comma, cod. civ. e dell'attestazione di cui all'art. 2444, primo comma, cod. civ. in relazione all'Aumento di Capitale.

L'Aumento di Capitale prevede l'emissione di n. 62.500.000 Nuove Azioni, con godimento regolare e aventi le stesse caratteristiche delle azioni ordinarie ATH in circolazione alla data di emissione delle Nuove Azioni, da liberarsi mediante conferimento in natura del Ramo d'Azienda entro il 31 dicembre 2021.

Le Nuove Azioni saranno ammesse alle negoziazioni sul mercato Euronext Milan. Al riguardo, si evidenzia che il numero delle Nuove Azioni emesse nel contesto dell'Aumento di Capitale supera la soglia del 20% del numero totale di azioni ATH già ammesse alle negoziazioni e, pertanto, la Società procederà a predisporre un prospetto di ammissione a quotazione delle Nuove Azioni che sarà sottoposto ad approvazione della CONSOB.

2.2 Parti correlate coinvolte nell'operazione, natura della correlazione, natura e portata degli interessi di tali parti

La sottoscrizione dell'Accordo di Investimento si qualifica come "*operazione con parte correlata*" ai sensi del Regolamento OPC e della Procedura Parti Correlate in virtù del fatto che, alla data del Documento Informativo, ATH è controllata da RAPS S.a.s. di Rina Marina Cremonesi & C. per il tramite delle società dalla stessa direttamente e indirettamente controllate GTH e Gea. In particolare, GTH detiene una partecipazione diretta pari a circa il 61,76% del capitale sociale di ATH e una partecipazione indiretta, per il tramite di Gea, pari a circa il 14,4% del capitale sociale di ATH.

La Società non è soggetta ad attività di direzione e coordinamento ai sensi degli artt. 2497 e seguenti del cod. civ.

Inoltre, la sottoscrizione dell'Accordo di Investimento si qualifica come "operazione di maggiore rilevanza" ai sensi della Procedura Parti Correlate nonché dell'Allegato 3 al Regolamento OPC in quanto il controvalore economico complessivo della stessa – come illustrato nel prosieguo – supera la soglia di rilevanza del 5% di cui al Regolamento OPC e alla Procedura Parti Correlate.

Pertanto, a garanzia della correttezza sostanziale e procedurale dell'operazione e in ottemperanza a quanto previsto dalla Procedura Parti Correlate e dal Regolamento OPC, il Comitato Controllo, Rischi e Sostenibilità, nello svolgimento delle proprie funzioni di comitato per le operazioni con parti correlate (il "Comitato"), è stato opportunamente coinvolto negli aspetti rilevanti dell'operazione, mediante la ricezione di flussi informativi tempestivi e completi, ai fini del rilascio del proprio parere favorevole, come illustrato nel successivo Paragrafo 2.8.1 del Documento Informativo.

Da ultimo, si evidenzia che, per effetto della sottoscrizione dell'Aumento di Capitale, nonché della scissione di Gea, la partecipazione diretta di GTH nella Società diverrà pari a circa l'85,8% del capitale sociale di ATH.

In particolare, si evidenzia che in data 4 ottobre 2021 l'assemblea straordinaria di Gea ha approvato il progetto di scissione parziale di Gea in favore di GTH, ai sensi del quale a GTH sarà assegnata, tra l'altro, la partecipazione pari al 14,4% del capitale sociale della Società detenuta da Gea. La predetta scissione è subordinata all'avveramento (o alla rinuncia) di talune condizioni sospensive usuali per tale tipologia di operazioni. Inoltre, si ricorda che l'Accordo di Investimento prevede che l'esecuzione dell'Aumento di Capitale sia subordinata al verificarsi, *inter alia*, della stipula dell'atto di scissione parziale di Gea.

A tale riguardo, si evidenzia che, ad esito dell'Aumento di Capitale, GTH deterrà una partecipazione inferiore al 90% del capitale sociale di ATH e, per l'effetto, non troverà applicazione l'obbligo di acquisto previsto dall'art. 108, comma 2, del TUF finalizzato a ricostituire il flottante sufficiente ad assicurare il regolare andamento delle negoziazioni.

2.3 Motivazioni economiche convenienza per la Società all'Operazione

La sottoscrizione dell'Accordo di Investimento e l'Aumento di Capitale si inseriscono nel contesto dell'operazione di integrazione societaria e aziendale volta a concentrare in ATH le attività operative nel settore ambientale del gruppo facente capo a GTH, come inizialmente comunicato al mercato in data 28 luglio 2021.

La sottoscrizione dell'Accordo di Investimento ha una significativa valenza industriale e strategica per ATH nonché per il gruppo facente capo a GTH.

Mediante l'Aumento di Capitale sarà possibile procedere ad una integrazione societaria e aziendale volta a concentrare in ATH le attività operative del gruppo facente capo a GTH, al fine di creare il principale *pure player* indipendente quotato in Italia specializzato nell'ambito della gestione integrata di servizi ambientali, in grado di offrire soluzioni innovative e sostenibili e conseguire i seguenti benefici per il gruppo ATH e i suoi azionisti:

- razionalizzazione, integrazione ed efficientamento della struttura complessiva del gruppo GTH, grazie alla concentrazione in un unico gruppo quotato di tutte le attività industriali riguardanti il medesimo *business*;

- ampliamento e diversificazione dei settori di operatività, focalizzati sulle bonifiche ambientali e sui rifiuti industriali, con attività ad elevato valore aggiunto nei servizi ambientali, quali la termovalorizzazione di rifiuti, la produzione di energia elettrica e di biocarburanti avanzati secondo i principi della *circular economy*, il trattamento, il recupero, la valorizzazione multimateriale e lo smaltimento dei rifiuti urbani, speciali ed assimilabili agli urbani;
- incremento delle dimensioni aziendali, rafforzamento delle posizioni di mercato ed aumento delle capacità di sviluppo con la possibilità di conseguire sinergie, economie di scala e maggiori efficienze organizzative e finanziarie.]

Il conferimento del Ramo d'Azienda consentirà alla Società di realizzare un'importante operazione industriale di valenza strategica, che comporta un significativo incremento delle dimensioni e della redditività aziendale – ed accrescitiva in termini di utile per azione, senza ricorrere ad esborsi di cassa e/o all'indebitamento.

2.4 Modalità di determinazione del valore del controvalore dell'operazione e valutazioni circa la sua congruità rispetto ai valori di mercato di operazioni similari

Ai sensi dell'Accordo di Investimento, agli elementi patrimoniali attivi e passivi nonché ai rapporti giuridici di cui si compone il Ramo d'Azienda è stata attribuita una valutazione complessiva di Euro 75.000.000,00 in termini di valore del capitale economico (c.d. *"equity value"*).

Inoltre, ai sensi dell'Accordo di Investimento, al fine di determinare il numero di azioni ATH da emettere nel contesto dell'Aumento di Capitale, ATH è stata valorizzata, in termini di valore del capitale economico (c.d. *"equity value"*), con riferimento al capitale sociale al netto delle n. 4.511.773 azioni proprie possedute dalla Società, Euro 105.825.872,40.

Il Consiglio di Amministrazione, nel determinare i termini dell'Aumento di Capitale e, in particolare, il Valore di Conferimento Convenzionale, ha adottato le procedure di legge e ha compiuto le valutazioni necessarie volte a tutelare l'integrità del capitale sociale e l'interesse degli azionisti a fronte della esclusione – *ex lege* – del diritto di opzione.

Il Consiglio di Amministrazione della Società, nell'identificare i criteri di determinazione delle Nuove Azioni, da emettersi nell'ambito dell'Aumento di Capitale, si è avvalso della consulenza di Intermonte SIM S.p.A. ("**Intermonte**" o l'"**Advisor Finanziario**"), a cui è stato conferito l'incarico di *advisor* finanziario della Società nell'ambito dell'operazione che ha previsto, tra l'altro, la predisposizione di analisi utili a supportare il Consiglio di Amministrazione della Società in merito alla definizione, da parte dello stesso, del numero delle Nuove Azioni emesse nell'Aumento di Capitale. L'Advisor Finanziario ha rilasciato una *fairness opinion* attestante la congruità, da un punto di vista finanziario, del corrispettivo dell'Aumento di Capitale, inteso come numero delle Nuove Azioni.

Principali limiti delle valutazioni

Tra i limiti e le principali difficoltà di valutazione si segnalano i seguenti aspetti:

- le valutazioni sono state effettuate utilizzando dati economico-finanziari prospettici elaborati dal *management*, assumendo pertanto che le società oggetto di valutazione realizzino risultati sostanzialmente in linea con tali dati previsionali. Tali dati presentano, per loro natura, profili di incertezza ed aleatorietà. Variazioni delle ipotesi ed assunzioni alla base dei dati previsionali potrebbero avere un impatto, anche significativo, sui risultati delle valutazioni. A tale riguardo, si segnala inoltre che le proiezioni economico-finanziarie utilizzate includono anche flussi finanziari aventi un orizzonte temporale di medio-lungo periodo e/o relativi alla realizzazione di nuovi progetti;
- i dati economico-finanziari delle società oggetto di valutazione sono predisposti con diversi principi contabili. In particolare, ATH utilizza i principi contabili IAS/IFRS, mentre - con riguardo alle principali società oggetto di valutazione facenti parte del Ramo d'Azienda - Rea Dalmine utilizza i principi contabili IAS/IFRS mentre Gea, Indeco, Enval S.r.l. ("**Enval**"), Rifuture S.r.l. ("**Rifuture**") ed Aimeri utilizzano i principi contabili italiani;
- le società oggetto di valutazione presentano, in alcuni casi, delle componenti rilevanti nel c.d. *bridge-to-equity* (tra cui i fondi post chiusura relativi alle discariche ed altri c.d. *debt-like items*) e, di conseguenza, la valorizzazione del relativo *Equity Value* risulta caratterizzata da un'elevata sensibilità a variazioni, anche di entità limitata, della valorizzazione del relativo *Enterprise Value*;
- la valutazione del compendio conferito assume che il Ramo d'Azienda attualmente condotto da GTH, relativo alla fornitura di servizi amministrativi e direzionali presenti una situazione patrimoniale avente un saldo netto tra attività e passività di entità non rilevante ed una situazione economica caratterizzata, su base ricorrente, da un sostanziale equilibrio tra costi e ricavi operativi;
- la valutazione del compendio conferito assume l'assenza di impatti valutativi derivanti dalle operazioni immobiliari, sul presupposto che i benefici finanziari connessi al valore attuale netto dei canoni di locazione al netto delle imposte relativi agli immobili oggetto delle operazioni possano essere ritenuti quantomeno sostanzialmente equivalenti agli impatti finanziari dell'acquisizione di tali immobili; si osserva a riguardo che i predetti canoni di locazione corrisposti dalle società rientranti nel Ramo d'Azienda e da ATH risultano inclusi nei relativi bilanci e nelle relative proiezioni economico-finanziarie;
- la valorizzazione delle azioni ordinarie non ammesse alle negoziazioni emesse nell'Aumento di Capitale, alla luce del fatto che tali azioni dispongono dei medesimi diritti amministrativi e patrimoniali delle azioni ordinarie ammesse alle negoziazioni, è stata assunta pari alla valorizzazione di queste ultime;
- le valutazioni sono state condotte considerando ATH e le attività conferite in condizioni di normale funzionamento, in ipotesi di continuità aziendale e autonomia

operativa, senza considerare potenziali sinergie connesse all'operazione o costi straordinari relativi all'operazione ed assumendo che non vi siano impatti negativi sulle società o sui relativi gruppi e sulla normale attività degli stessi derivanti dall'operazione;

- le stime e le proiezioni riportate nei dati utilizzati per le valutazioni ed i risultati derivanti dall'applicazione delle metodologie di valutazione, dipendono in misura sostanziale dalle ipotesi macroeconomiche, di scenario e da possibili evoluzioni dell'attuale contesto, anche regolamentare, relativo al settore di operatività di ATH e delle attività conferite. L'attuale incertezza macroeconomica e possibili cambiamenti di variabili di contesto rilevanti, possono influenzare, anche in misura significativa, il quadro di riferimento delle valutazioni;
- i mercati finanziari sono attualmente caratterizzati da una significativa volatilità, con conseguente volatilità dei valori e dei parametri di mercato utilizzati nelle analisi valutative effettuate;
- l'assenza di metodologie valutative diverse dal metodo del *Discounted Cash Flow*, seppur derivante dalle motivazioni esposte nella presente relazione, rappresenta una limitazione delle analisi svolte;
- le valutazioni effettuate risentono dei limiti e delle specificità che caratterizzano le metodologie di valutazione utilizzate.

Metodologie di valutazione utilizzate

L'individuazione delle metodologie nel processo di valutazione viene effettuata in base alle caratteristiche delle società e delle attività coinvolte nell'operazione e degli obiettivi della valutazione stessa. Secondo la generale prassi valutativa, il principio base delle valutazioni relative ad operazioni di aumento di capitale da liberarsi mediante conferimento in natura è rappresentato dall'omogeneità e dalla confrontabilità dei criteri applicati, compatibilmente con le caratteristiche delle società oggetto di valutazione. Tale principio si traduce nella selezione di criteri e metodi che rispondano ad una medesima logica valutativa e risultino più appropriati per le società oggetto di valutazione, tenuto comunque conto delle diversità che le caratterizzano, al fine di proporre valori confrontabili per la determinazione del numero di azioni da emettere nell'ambito dell'operazione.

In considerazione della natura dell'operazione, le valutazioni sono state effettuate con l'ottica di esprimere una stima comparativa di intervalli di rapporti di valore della Società e delle attività conferite. Tali valutazioni vanno pertanto intese unicamente in termini relativi e con riferimento limitato alla specifica operazione e non si riferiscono in alcun modo a valori assoluti di qualsiasi società né possono essere considerate rappresentative di prezzi e/o valori di mercato attuali, stimati o futuri.

Le valutazioni delle società sono state effettuate sulla base dell'attuale configurazione e delle prospettive future delle società autonomamente considerate (c.d. ottica *stand*

alone), senza quindi tenere conto di potenziali sinergie derivanti dall'operazione e di costi straordinari relativi all'operazione.

In particolare, quale metodologia di valutazione, è stato utilizzato il metodo dei flussi di cassa attualizzati (*Discounted Cash Flow*), che consente di tenere in considerazione i flussi finanziari relativi alle specifiche e differenti attività oggetto di valutazione e le relative caratteristiche (distribuzione temporale, presenza di progetti caratterizzati da flussi di cassa di medio-lungo periodo, durata delle attività aventi un orizzonte temporale limitato quali discariche e concessioni, presenza di un eventuale valore residuo, etc.).

Si evidenzia che, nell'ambito delle metodologie generalmente utilizzate nelle analisi valutative, non sono state ritenute applicabili le seguenti: (i) metodo dei multipli di mercato di società quotate comparabili; (ii) metodo dell'analisi di precedenti transazioni comparabili; (iii) metodo dell'analisi dei *target price* degli analisti; (iv) metodo dell'analisi delle quotazioni di mercato del titolo azionario.

Il metodo dei multipli di mercato di società quotate comparabili ed il metodo dell'analisi di precedenti transazioni comparabili non sono stati applicati per il fatto che gli stessi, *inter alia*, non consentono di tenere in adeguata considerazione le specifiche caratteristiche delle attività oggetto di valutazione nell'operazione, che risultano invece considerate da una metodologia di analisi fondamentale quale il *Discounted Cash Flow*.

Il metodo dell'analisi dei *target price* degli analisti non è stato utilizzato in quanto, essendo solo ATH una società quotata il cui titolo è oggetto di copertura da parte di analisti di *equity research* con la pubblicazione di *target price*, non risulta applicabile nell'ottica di una valutazione relativa e con criteri omogenei della Società e delle attività conferite.

Il metodo dell'analisi delle quotazioni di mercato del titolo azionario non è stato utilizzato in quanto, essendo solo ATH una società quotata su un mercato regolamentato, non risulta applicabile nell'ottica di una valutazione relativa e con criteri omogenei della Società e delle attività conferite.

Metodo dei flussi di cassa attualizzati (*Discounted Cash Flow*)

Il metodo dei flussi di cassa attualizzati (*Discounted Cash Flow*) si basa sul principio che il valore del capitale economico di un'impresa sia pari alla sommatoria dei futuri flussi di cassa attualizzati che questa è in grado di produrre.

Tale metodo è stato applicato utilizzando il cosiddetto approccio dell'*Unlevered Discounted Cash Flow* che si basa sull'attualizzazione dei flussi di cassa generati dalla gestione operativa al netto delle imposte di una società in un determinato orizzonte temporale, nonché, ove applicabile alla società oggetto di valutazione, del valore residuale della società stessa al termine del periodo di previsione esplicita dei flussi di cassa (c.d. *terminal value*/valore residuo).

I flussi di cassa e l'eventuale *terminal value*/valore residuo vengono attualizzati ad un tasso rappresentativo del costo medio ponderato del capitale della società (*Weighted*

Average Cost of Capital o *WACC*), calcolato come media ponderata del costo dei mezzi propri (c.d. *Cost of Equity*) e del costo dei mezzi di terzi al netto del relativo effetto fiscale. Il costo dei mezzi propri viene stimato attraverso la metodologia del *Capital Asset Pricing Model* sulla base della seguente formula: $\text{Cost of Equity} = R_f + \beta * (R_m - R_f)$, dove R_f rappresenta il tasso di rendimento per investimenti privi di rischio (c.d. risk free), β il fattore di correlazione tra il rendimento effettivo di un titolo ed il rendimento complessivo del mercato azionario di riferimento e $(R_m - R_f)$ il premio per il rischio di un investimento in azioni rispetto ad un investimento *risk free*.

I parametri alla base del calcolo del *WACC* sono stati determinati come segue:

- Tasso *risk free* (R_f): è stato determinato prendendo a riferimento il rendimento medio registrato dai titoli di stato decennali italiani negli ultimi 10 anni;
- Premio per il rischio ($R_m - R_f$): è stato utilizzato un premio per il rischio coerente con parametri utilizzati nella prassi valutativa italiana ed internazionale con riferimento al mercato italiano;
- β : il parametro beta è stato stimato prendendo a riferimento i valori espressi dalle società quotate comparabili di seguito riportate, tenendo conto della struttura finanziaria stimata di seguito indicata;
- Costo dei mezzi di terzi: il costo dei mezzi di terzi è stato stimato sulla base del costo del debito del gruppo facente capo a GTH. Il costo dei mezzi di terzi è stato determinato al netto del relativo effetto fiscale sulla base dell'aliquota applicabile alla società oggetto di valutazione;
- Struttura finanziaria: è stata stimata sulla base del rapporto tra mezzi propri e capitale di terzi relativo alle società quotate comparabili di seguito riportate.

Per quanto riguarda le società quotate comparabili prese a riferimento per il calcolo dei parametri del *WACC* sono state considerate sia società quotate europee operanti nei servizi ambientali (Biffa, Lassila & Tikanoja, Renewi e Séché Environnement) sia società italiane quotate presenti nei servizi ambientali (A2A, Acea, Hera e Iren).

L'intervallo di valori è stato determinato considerando un *WACC*, stimato sulla base dei parametri sopra indicati, in un intervallo tra il 5,48% circa ed il 5,68% circa. Per quanto riguarda Rifuture, società appartenente alle attività conferite, tenuto conto del fatto che l'attività operativa della società non è stata ancora avviata, è stato applicato un premio per il rischio addizionale del 2,0%, con un *WACC* stimato in un intervallo tra il 6,75% circa ed il 6,95% circa.

La sommatoria dei flussi di cassa attualizzati della gestione operativa al netto delle imposte e dell'eventuale *terminal value*/valore residuo attualizzato conduce alla determinazione dell'*Enterprise Value* della società. Per determinare il valore del capitale economico (*Equity Value*), dall'*Enterprise Value* si deduce l'indebitamento finanziario netto, il valore dei c.d. *debt-like items* (valorizzazione dei fondi post chiusura delle discariche, TFR, etc.) al netto del valore dei c.d. *cash-like items*, il valore di eventuali interessi di minoranza e si considera il valore degli eventuali c.d. *surplus assets* (attività

finanziarie, partecipazioni non consolidate integralmente, *asset* immobiliari non strumentali, etc.).

La valorizzazione dei fondi post chiusura delle discariche, inclusi nei c.d. *debt-like items*, avuto riguardo alla tipologia di operazione ed alle relative caratteristiche nonché alle finalità delle analisi valutative, è stata effettuata seguendo un approccio prudenziale che considera le seguenti ipotesi: (i) valorizzazione dei fondi post chiusura al valore contabile di bilancio al 31 dicembre 2020; (ii) valorizzazione dei fondi post chiusura sulla base del valore attuale netto dei relativi utilizzi, previsti in un orizzonte temporale di lungo termine, incrementati per l'inflazione attesa ed attualizzati al rendimento dei titoli di stato italiani a lungo termine (in particolare, è stata utilizzata la media dei tassi di rendimento degli ultimi 10 anni del BTP trentennale). Gli intervalli di valori sono stati determinati sulla base dei valori medi risultanti dall'applicazione delle ipotesi considerate.

Le risultanze dell'applicazione della metodologia del *Discounted Cash Flow* presentano un'elevata dipendenza dalle proiezioni economico-finanziarie utilizzate, dalle ipotesi relative al tasso di attualizzazione dei flussi di cassa ed al calcolo, ove applicabile, del c.d. *terminal value*, nonché, nel caso specifico, dei criteri di valorizzazione utilizzati con riferimento ai fondi post chiusura delle discariche.

Valutazione di ATH

La valutazione di ATH con il metodo del *Discounted Cash Flow* è stata effettuata sulla base delle proiezioni economico-finanziarie consolidate della Società relative al periodo 2021-2025. Per il calcolo del *terminal value* è stata utilizzata la metodologia della rendita perpetua, in base alla quale il *terminal value* viene determinato attualizzando il flusso di cassa operativo al netto delle imposte normalizzato stimato relativo al periodo successivo all'orizzonte temporale di previsione esplicita dei flussi di cassa con il moltiplicatore $(1+g) / (WACC-g)$, dove "g" rappresenta il tasso di crescita perpetua.

L'intervallo di valori è stato determinato considerando un WACC compreso tra il 5,48% ed il 5,68% ed un tasso di crescita perpetua "g" compreso tra lo 0,00% e lo 0,50%.

Dall'applicazione del metodo è stato ottenuto un valore di ATH, in termini di valore del capitale economico (c.d. *"equity value"*), riferito al capitale sociale al netto delle n. 4.511.773 azioni proprie possedute dalla Società, compreso tra circa Euro 99,6 milioni e circa Euro 112,5 milioni, corrispondente ad un valore per azione compreso tra circa Euro 1,13 e circa Euro 1,28.

Valutazione delle Attività Conferite

Ai fini dell'applicazione del metodo del *Discounted Cash Flow* alle Attività Conferite è stato adottato un approccio c.d. di Somma delle Parti (*"Sum of the Parts"* o *"SoP"*) che prevede la valutazione con il metodo dei flussi di cassa attualizzati di ciascuna principale società operativa rilevante inclusa nel compendio conferito, tenendo conto del valore delle altre attività e passività presenti nel compendio conferito e considerando gli effetti delle Operazioni Propedeutiche.

Si riportano di seguito alcune informazioni riguardanti la valutazione con la metodologia del *Discounted Cash Flow* delle principali società operative rilevanti appartenenti al compendio conferito.

La valutazione di Gea è stata effettuata sulla base delle proiezioni economico-finanziarie della società relative al periodo 2021–2029, corrispondente alla durata residua attuale attesa della discarica gestita da Gea. Alla luce delle caratteristiche dell'attività della società, avendo considerato i flussi di cassa relativi al periodo di durata residua attesa della discarica, non è stato considerato un *terminal value* basato sull'attualizzazione di flussi di cassa con una rendita perpetua ma il valore residuo del capitale investito della società al termine del periodo di proiezione dei flussi finanziari, nonché il valore attuale netto dei flussi di cassa relativi alla produzione residua di energia elettrica da biogas stimati dalla società per il periodo 2031–2039 ed il valore attuale netto dell'utilizzo, assunto nel periodo 2045–2072, degli accantonamenti ai fondi post chiusura delle discariche previsti nelle proiezioni 2021–2029 (nell'ipotesi di valorizzazione dei fondi post chiusura al relativo valore contabile al 31 dicembre 2020).

La valutazione di Indeco è stata effettuata sulla base delle proiezioni economico-finanziarie della società relative al periodo 2021–2023. Alla luce delle caratteristiche dell'attività della società, che si occupa della valorizzazione di una discarica in post chiusura, non è stato considerato un *terminal value* basato sull'attualizzazione di flussi di cassa con una rendita perpetua ma il valore residuo del capitale investito netto al termine del periodo di proiezione dei flussi finanziari (al netto degli investimenti non ancora ammortizzati relativi a nuovi investimenti riguardanti la produzione di biometano con annesso parco fotovoltaico) ed il valore attuale netto dei flussi di cassa relativi all'attività di biometano–fotovoltaico stimati dalla società per il periodo 2024–2051.

La valutazione di Rea Dalmine è stata effettuata sulla base delle proiezioni economico-finanziarie della società relative al periodo 2021–2025. Per il calcolo del *terminal value* è stata utilizzata la metodologia della rendita perpetua, in base alla quale il terminal value viene determinato attualizzando il flusso di cassa normalizzato operativo al netto delle imposte stimato relativo al periodo successivo all'orizzonte temporale di previsione esplicita dei flussi di cassa con il moltiplicatore $(1+g) / (WACC-g)$, dove "g" rappresenta il tasso di crescita perpetua.

La valutazione di Enval, partecipata al 51% tramite Rea Dalmine, è stata effettuata sulla base delle proiezioni economico-finanziarie della società relative al periodo 2021–2036, corrispondente alla durata residua attesa della concessione per la gestione dei rifiuti della Valle d'Aosta. Alla luce delle caratteristiche dell'attività della società, avendo considerato i flussi di cassa relativi al periodo di durata residua attesa della concessione, non è stato considerato un *terminal value* basato sull'attualizzazione di flussi di cassa con una rendita perpetua ma il valore residuo del capitale investito della società al termine del periodo di proiezione dei flussi finanziari.

La valutazione di Rifuture, partecipata al 60% (di cui il 30% tramite Gea ed il 30% tramite Rea Dalmine), è stata effettuata sulla base delle proiezioni economico-finanziarie della

società relative al periodo 2022–2025. Per il calcolo del terminal value è stata utilizzata la metodologia della rendita perpetua, in base alla quale il *terminal value* viene determinato attualizzando il flusso di cassa normalizzato operativo al netto delle imposte stimato per il periodo successivo all'orizzonte temporale di previsione esplicita con il moltiplicatore $(1+g) / (WACC-g)$, dove "g" rappresenta il tasso di crescita perpetua. È stato altresì considerato il valore attuale netto dei flussi di cassa riguardanti i certificati di immissione in consumo relativi al biometano, stimati dalla società per il periodo 2024–2033.

La partecipazione in Aimeri è stata valutata sulla base del patrimonio netto della società al 31 dicembre 2020, tenendo conto degli effetti delle Operazioni Propedeutiche.

La valutazione delle Attività Conferite è stata effettuata sulla base delle predette valutazioni delle società operative effettuate con il metodo del *Discounted Cash Flow*, utilizzando l'approccio *Sum of the Parts* sopra descritto.

L'intervallo di valori è stato determinato considerando un WACC compreso tra il 5,48% ed il 5,68% (6,75% e 6,95% con riguardo a Rifuture) ed un tasso di crescita perpetua g, ove applicabile, compreso tra lo 0,00% e lo 0,50%.

Dall'applicazione del metodo è stato ottenuto un valore del Ramo d'Azienda, in termini di valore del capitale economico (c.d. "*equity value*"), compreso tra circa Euro 62,5 milioni e circa Euro 80,6 milioni.

Range di Nuove Azioni derivanti dall'applicazione del metodo

Sulla base di quanto sopra riportato, si ottiene un numero di Nuove Azioni compreso tra circa n. 49,0 milioni e circa n. 71,3 milioni, corrispondenti ad una partecipazione compresa tra il 34,6% circa ed il 43,5% circa del capitale sociale di ATH post Aumento di Capitale inclusivo delle azioni proprie.

Prezzo di emissione delle Nuove Azioni dell'Aumento di Capitale

Nell'ambito delle negoziazioni tra ATH e GTH relative all'Accordo di Investimento, le parti hanno definito che le Nuove Azioni da emettere a servizio del conferimento siano valutate Euro 1,20 ciascuna.

Il valore di emissione delle Nuove Azioni, tenuto conto del Valore di Conferimento Convenzionale, corrisponde a n. 62.500.000 (sessantaduemilioni cinquecentomila) Nuove Azioni, che rappresentano il 40,3% circa del capitale sociale della Società post Aumento di Capitale inclusivo delle azioni proprie.

Tale valore:

- risulta compreso nei *range* di valutazione sopra riportati;

- si colloca a premio rispetto alla media aritmetica semplice ed alla media aritmetica ponderata dei prezzi ufficiali registrati dal titolo ATH negli ultimi 6 mesi (pari rispettivamente a circa Euro 0,79⁶ ed a circa Euro 0,80⁷);
- risulta superiore all'attuale target price degli analisti finanziari che seguono il titolo ATH, pari ad Euro 0,90 per azione⁸;
- conduce ad una valorizzazione del Ramo di Azienda pari ad Euro 75,0 milioni, che risulta sostanzialmente allineata al valore medio dell'intervallo di valutazione riportato nella Valutazione dell'Esperto (come di seguito definito);
- è calcolato con riferimento ad un numero di Nuove Azioni ATH che Intermonte ha ritenuto congruo, da un punto di vista finanziario, come corrispettivo dell'operazione.

Considerato quanto sopra, il Consiglio di Amministrazione di ATH ha ritenuto che il valore di emissione delle Nuove Azioni di Euro 1,20 fosse congruo, con piena tutela dei diritti patrimoniali dei soci esclusi dal diritto di opzione, è ciò anche ai sensi dell'articolo 2441, comma sesto, del Codice Civile.

Il Ramo d'Azienda è stato altresì valutato dal prof. Maurizio Dallochio, in qualità di esperto indipendente, ai sensi e per gli effetti dell'art. 2343-ter, comma 2, lettera b), del Codice Civile, nominato da GTH (l'"**Esperto**"), il quale ha rilasciato la propria relazione di stima in data 15 novembre 2021 (la "**Valutazione**"); sulla base delle attività condotte, l'Esperto ha stimato che il valore del Ramo d'Azienda sia compreso in un intervallo di valore tra 70.000 migliaia di Euro circa e 80.800 migliaia di Euro circa.

2.5 Illustrazione degli effetti economici, patrimoniali e finanziari dell'Operazione

Come anticipato, la sottoscrizione dell'Accordo di Investimento si configura quale "operazione di maggiore rilevanza" ai sensi del Regolamento OPC e della Procedura Parti Correlate.

In particolare, un'operazione con parti correlate si definisce di maggiore rilevanza qualora anche uno solo degli indici indicati al punto 1.1 dell'Allegato 3 al Regolamento OPC, applicabili a seconda del caso, risulti superiore alla soglia del 5%: (a) l'indice di rilevanza del controvalore; (b) l'indice di rilevanza dell'attivo; (c) l'indice di rilevanza delle passività.

⁶ Media aritmetica semplice dei prezzi ufficiali delle azioni ordinarie Ambienthesis registrati sul mercato Euronext Milan nel periodo 12 maggio 2021 - 11 novembre 2021 (estremi inclusi) (fonte: elaborazione su dati Bloomberg).

⁷ Media aritmetica ponderata per i volumi negoziati sul mercato Euronext Milan dei prezzi ufficiali delle azioni ordinarie Ambienthesis registrati nel periodo 12 maggio 2021 - 11 novembre 2021 (estremi inclusi) (fonte: elaborazione su dati Bloomberg).

⁸ Equity Research pubblicata da Intermonte in data 30 settembre 2021.

Si riporta di seguito, per completezza, il calcolo di detti indici di rilevanza, calcolati sulla base della capitalizzazione di mercato registrata da ATH il 30 giugno 2021⁹ e dei dati consolidati della Società e del Ramo di Azienda al 30 giugno 2021¹⁰.

Indice di rilevanza dell'attivo

(in milioni di Euro)	
Totale attivo – Dati consolidati Ramo di Azienda al 30 giugno 2021 [A]	167,5
Totale attivo – Bilancio consolidato ATH al 30 giugno 2021 [B]	140,0
% indice rilevanza dell'attivo [A/B]	119,7%

Indice di rilevanza delle passività

(in milioni di Euro)	
Totale passivo – Dati consolidati Ramo di Azienda al 30 giugno 2021 [A]	207,1
Totale attivo – Bilancio consolidato ATH al 30 giugno 2021 [B]	140,0
% indice rilevanza delle passività [A/B]	147,9%

Indice di rilevanza del controvalore

(in milioni di Euro)	
Valore di Conferimento Convenzionale [A]	75,0
Capitalizzazione di mercato di ATH al 30 giugno 2021 [B]	67,9
% indice rilevanza del controvalore dell'operazione [A/B]	110,4%

Si segnala che, dal momento che l'operazione è qualificabile come “*significativa*” ai sensi dell'art. 70, comma 6, del Regolamento Emittenti, e tenuto conto che la Società non si è avvalsa della facoltà prevista dall'art. 70, comma 8, del Regolamento Emittenti, di derogare all'obbligo di pubblicazione dei documenti informativi in occasione di operazioni significative di fusione, scissione, aumento di capitale mediante conferimento di beni in natura, acquisizione e cessione, ATH procederà nei termini di legge a pubblicare un documento informativo previsto ai sensi dell'art. 70, comma 6, del Regolamento Emittenti contenente le informazioni finanziarie proforma con riguardo all'Aumento di Capitale.

⁹ Capitalizzazione di mercato calcolata sulla base del numero di azioni ATH in circolazione, pari a n. 88.188.227 (i.e. n. 92.700.000 emesse al netto delle n. 4.511.773 azioni proprie possedute dalla Società) e del prezzo di chiusura del titolo registrato in data 30 giugno 2021 (pari a Euro 0,770 per azione).

¹⁰ I dati consolidati del ramo d'azienda non includono gli effetti, che saranno riflessi nei dati pro-forma, di alcune operazioni immobiliari, realizzate nel contesto dell'operazione, finalizzate all'inclusione di alcuni immobili strumentali nel perimetro del compendio conferito. In particolare: (i) Aimeri Immobiliare S.r.l., società interamente controllata da Rea Dalmine, in data 25 ottobre 2021 ha acquistato dalla società Plurifinance S.r.l. (partecipata al 40% da GTH e, per la restante parte del capitale, da componenti della famiglia Grossi, azionista di GTH) alcuni immobili strumentali in locazione a società appartenenti al Compendio Conferito e ad ATH; (ii) nel compendio conferito viene trasferito un contratto preliminare sottoscritto da GTH e Plurifinance S.r.l. avente ad oggetto la cessione di un contratto di leasing di cui quest'ultima è parte relativo all'immobile strumentale in cui hanno la sede centrale il gruppo facente capo a GTH ed il gruppo facente capo a ATH.

2.6 Incidenza dell'Operazione sui compensi dei componenti dell'organo di amministrazione della Società e/o di società da questa controllate

La sottoscrizione dell'Accordo di Investimento non ha alcun impatto sull'ammontare dei compensi degli amministratori della Società e/o di società da questa controllate.

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

Nella sottoscrizione dell'Accordo di Investimento non sono coinvolti, in qualità di parti correlate, componenti degli organi di amministrazione e controllo, direttori generali e dirigenti della Società.

2.8 Descrizione della procedura di approvazione dell'operazione

La sottoscrizione dell'Accordo di Investimento è stata approvata dal Consiglio di Amministrazione di ATH previo motivato parere favorevole del Comitato sulla sussistenza di un interesse della Società al compimento dell'operazione e sulla convenienza e la correttezza sostanziale delle relative condizioni.

Il Comitato si è avvalso del supporto del prof. Francesco Baldi in qualità di esperto indipendente in relazione all'operazione.

Ai fini del rilascio del proprio parere, il Comitato ha ricevuto da parte delle competenti strutture aziendali, in modo completo e tempestivo, le necessarie informazioni relative all'Accordo di Investimento nonché la relativa documentazione di supporto.

Ai fini dello svolgimento della propria attività istruttoria il Comitato ha ricevuto in data 28 luglio 2021 una prima informativa relativa all'Accordo di Investimento e all'Aumento di Capitale e, in funzione di ciò, si è dunque avvalso della facoltà di farsi assistere da un esperto indipendente di propria scelta, previa adeguata verifica dell'indipendenza del medesimo ai sensi della Procedura Parti Correlate, ai fini della valutazione della congruità del valore del conferimento del Ramo d'Azienda.

In data 1 e 5 ottobre 2021 il Comitato ha ricevuto n. 3 offerte da parte di candidati indipendenti allo svolgimento dell'incarico e, dopo aver condiviso i criteri di selezione dell'esperto indipendente, ha proceduto ad intervistare i professionisti individuati.

A esito delle interviste effettuate, sulla base di un attento esame dei criteri di indipendenza, professionalità e competenza nonché in applicazione dei criteri individuati per la selezione dell'esperto indipendente, nella riunione del 5 ottobre 2021, il Comitato ha deliberato di conferire l'incarico al Prof. Francesco Baldi. In particolare, il Comitato ha verificato la sussistenza dei necessari requisiti di indipendenza, non correlazione e assenza di conflitti di interesse richiedendo all'esperto indipendente di indicare le relazioni economiche, patrimoniali e finanziarie (attuali o intrattenute negli ultimi 3 anni) con (a) ATH, le società controllate, gli amministratori di ATH e/o delle società da questa controllate; (b) GTH, le società controllate da GTH e gli amministratori

di GTH e/o delle società da questa controllate; (c) le altre parti correlate di ATH e di GTH (congiuntamente, i soggetti di cui ai punti (a), (b) e (c), i “**Soggetti Rilevanti**”), idonee a compromettere l’indipendenza e l’autonomia di giudizio dell’esperto indipendente ai fini dello svolgimento dell’incarico.

L’esperto indipendente ha altresì confermato (i) di non essere parte correlata di ATH e GTH ai sensi e per gli effetti del Regolamento OPC; (ii) di non essere legato ad ATH, a GTH o agli altri Soggetti Rilevanti da rapporti di lavoro autonomo o subordinato ovvero da altri rapporti di natura patrimoniale o professionale aventi caratteristiche quantitative o qualitative tali da potersi considerare idonei a compromettere l’indipendenza e l’autonomia di giudizio dell’esperto indipendente ai fini dello svolgimento dell’incarico; (iii) la non sussistenza di situazioni che (aa) facciano venir meno l’indipendenza dell’esperto ai sensi della disciplina sulle operazioni con parti correlate, anche tenuto conto dei criteri indicati nell’Allegato 4 al Regolamento OPC o (bb) diano comunque luogo all’insorgere di conflitti di interesse in relazione all’attività che l’esperto indipendente nell’ambito dello svolgimento dell’incarico.

Dopo un’attenta analisi, il Comitato, esaminata la dichiarazione di indipendenza resa dal prof Baldi, e alla luce dell’incontro con il medesimo e dei criteri stabiliti dal Comitato, ha nominato lo stesso prof. Francesco Baldi quale esperto indipendente incaricato di assistere il Comitato, sottoponendo allo stesso il quesito.

Il Comitato si è successivamente riunito, sempre alla presenza del Collegio Sindacale, in data 22 ottobre e 9 novembre, coinvolgendo ai fini dell’istruttoria in corso l’esperto indipendente nominato, gli advisor della Società, nonché i referenti aziendali in grado di offrire informazioni ritenute opportune per la miglior comprensione dell’operazione nel suo complesso. Nel medesimo periodo, il Consiglio di Amministrazione, nelle sedute del 15 ottobre e del 4 novembre, ha esaminato e trattato gli aspetti rilevanti dell’operazione medesima.

In data 12 novembre 2021, il Comitato si è nuovamente riunito per esaminare le risultanze definitive dello svolgimento dell’incarico illustrate nella *fairness opinion* del prof. Francesco Baldi, acclusa al parere del Comitato *sub Allegato A*. In pari data, il Comitato ha altresì analizzato l’Accordo di Investimento nella versione disponibile e, comunque, pressoché definitiva.

In occasione delle predette riunioni, il Comitato si è sempre riunito alla presenza della maggioranza dei suoi componenti.

Alle predette riunioni del Comitato hanno altresì partecipato i membri del Collegio Sindacale, il dott. Bernardino Quattrococchi (Presidente), la dott.ssa Michaela Marcarini e il dott. Enrico Calabretta (Sindaci Effettivi).

Nella seduta del 15 novembre 2021, il Comitato si è riunito alla presenza di tutti i suoi membri e di tutti i membri del Collegio Sindacale e ha approvato all’unanimità il proprio parere, redatto ai sensi dell’art. 6.2 della Procedura operazioni con parti correlate,

nonché ai sensi dell'art. 8, comma 1, lett. b), del Regolamento approvato con delibera Consob n. 17221/2010, come successivamente modificato e integrato.

Nella riunione del 28 luglio 2021, il Consiglio di Amministrazione ha approvato la sottoscrizione del *Memorandum of Understanding* (MoU) relativo all'operazione.

Nelle successive riunioni del 15 ottobre e 4 novembre, il Consiglio di Amministrazione ha poi preso atto, rispettivamente, delle analisi valutative in corso di svolgimento e degli esiti delle connesse attività di *Due Diligence* in via di completamento.

Infine, In data 15 novembre 2021 – sulla base della documentazione ricevuta, del parere del Comitato, della *fairness opinion* del prof Baldi nonché preso atto altresì della perizia di stima sul valore del Ramo d'Azienda, condivise le motivazioni e i razionali sottostanti alla sottoscrizione dell'Accordo di Investimento e dell'esecuzione dell'Aumento di Capitale e rilevato altresì l'interesse della Società nonché la convenienza delle relative condizioni – il Consiglio di Amministrazione ha approvato, per quanto di competenza, la sottoscrizione dell'Accordo di Investimento all'unanimità dei votanti.

ALLEGATI

Allegato: Parere del Comitato Parti Correlate di ATH rilasciato in data 15 novembre 2021, cui è acclusa la *fairness opinion* rilasciata dal prof Francesco Baldi in data 12 novembre 2021.

**PARERE DEL COMITATO CONTROLLO, RISCHI E SOSTENIBILITÀ
DI AMBIENTHESIS S.P.A.**

15 novembre 2021

(redatto ai sensi dell'art. 6.2 della Procedura operazioni con parti correlate adottata dal Consiglio di Amministrazione della Società in data 12 novembre 2010 e da ultimo modificata in data 25 giugno 2021)

1. Premessa

Il Comitato Controllo, Rischi e Sostenibilità, nello svolgimento delle sue funzioni di comitato per le operazioni con parti correlate (il “**Comitato**”) di Ambienthesis S.p.A. (“**ATH**” ovvero la “**Società**”), è stato chiamato ad esprimere il presente parere in relazione alla sottoscrizione tra ATH e Greenthesis S.p.A. (“**GTH**”) di un accordo di investimento che prevede (i) l’obbligo da parte della Società a far sì che l’Assemblea Straordinaria deliberi un aumento di capitale (l’“**Aumento di Capitale**”) avente un importo complessivo, comprensivo di eventuale sovrapprezzo, pari a Euro 75.000.000,00 (settantacinquemilioni), con emissione di n. 62.500.000 (sessantaduemilioni cinquecentomila) azioni ordinarie, con godimento regolare e aventi le medesime caratteristiche di quelle già in circolazione alla data di emissione, da liberarsi, entro il termine del 31 dicembre 2021 mediante conferimento in natura di un ramo d’azienda costituito dai beni e rapporti giuridici attivi e passivi tra cui figurano le partecipazioni rappresentative del 100% del capitale sociale di Indeco S.r.l. (“**Indeco**”), Gea S.r.l. (“**Gea**”) e Aimeri S.r.l. in liquidazione (“**Aimeri**”), un contratto preliminare tra GTH e la partecipata Plurifinance S.r.l. relativo alla cessione del contratto di *leasing* finanziario stipulato con la società Leasint S.p.A., relativo all’immobile adibito a sede delle società controllate direttamente e indirettamente da GTH nonché il ramo d’azienda attualmente condotto da GTH e relativo alla fornitura di servizi amministrativi e direzionali in favore della società controllate direttamente e indirettamente da GTH (il “**Ramo d’Azienda**”) e (ii) l’obbligo da parte di GTH di (aa) sottoscrivere le azioni emesse nel contesto dell’Aumento di Capitale e (bb) liberare integralmente le nuove azioni emesse nel contesto dell’Aumento di Capitale mediante conferimento della piena ed esclusiva proprietà del Ramo d’Azienda (l’“**Accordo di Investimento**”).

Il presente parere (il “**Parere**”) è reso dal Comitato ai sensi dell’art. 6.2 della Procedura operazioni con parti correlate adottata dal Consiglio di Amministrazione di ATH in data 12 novembre 2010 e da ultimo modificata in data 25 giugno 2021 (la “**Procedura Parti Correlate**”) nonché ai sensi dell’art. 8, comma 1, lett. b), del Regolamento approvato con delibera Consob n. 17221/2010, come successivamente modificato e integrato (il “**Regolamento OPC**”).

2. Breve descrizione dell’Accordo di Investimento

Ai sensi dell’Accordo di Investimento è previsto che (i) ATH si obblighi a far sì che la propria assemblea deliberi l’Aumento di Capitale avente un importo complessivo, comprensivo di eventuale sovrapprezzo, pari a Euro 75.000.000,00, con emissione di n. 62.500.000 azioni ordinarie con godimento regolare e aventi le medesime caratteristiche di quelle già in circolazione alla data di emissione (le “**Nuove Azioni**”), riservato a GTH da liberarsi mediante conferimento in natura del Ramo d’Azienda; e (ii) GTH si obblighi a (aa) sottoscrivere le Nuove Azioni e (bb) liberare integralmente le Nuove Azioni mediante conferimento della piena ed esclusiva proprietà del Ramo d’Azienda.

Il Ramo d’Azienda è costituito principalmente: (i) dalle partecipazioni totalitarie detenute da Greenthesis in Indeco e Gea che, a seguito del perfezionamento delle Operazioni Propedeutiche (come di seguito definite), deterranno a loro volta, *inter alia*, il 100% di Rea Dalmine S.p.A. (“**Rea Dalmine**”); (ii) dalla partecipazione del 100% detenuta da GTH

in Aimeri; (iii) dal debito finanziario di GTH nei confronti di Indeco; (iv) da un debito bancario di GTH; (v) da un contratto preliminare tra GTH e Plurifinance S.r.l. (partecipata al 40% da GTH e, per la restante parte del capitale, da componenti della famiglia Grossi, azionista di GTH) relativo alla cessione del contratto di *leasing* finanziario stipulato con la società Leasint S.p.A., relativo all'immobile adibito a sede delle società controllate direttamente e indirettamente da GTH e (vi) dal ramo d'azienda attualmente condotto da GTH e relativo alla fornitura di servizi amministrativi e direzionali a favore della Società e delle altre società operative del gruppo facente capo a GTH.

Con riferimento al punto (v) che precede, ove divenga attuale l'impegno di acquisto disciplinato nel contratto preliminare, ATH, (i) subentrerà nel contratto di *leasing*, assumendo l'obbligo di pagamento del debito residuo esistente alla data di cessione dello stesso secondo le tempistiche ivi previste e (ii) corrisponderà al cedente Plurifinance S.r.l. un importo pari alla differenza tra Euro 13.670.00,00 e il debito residuo di cui al precedente punto (i), oltre oneri fiscali nella misura prevista per legge.

Nel contesto dell'operazione di conferimento del Ramo d'Azienda, è in corso un processo di riorganizzazione del gruppo facente capo a GTH, che prevede il completamento di alcune operazioni societarie propedeutiche al perfezionamento del conferimento del Ramo d'Azienda (tra cui rientrano le operazioni di scissione di Gea e Rea Dalmine) volte anche alla razionalizzazione della struttura patrimoniale e finanziaria di alcune società rientranti nel Ramo d'Azienda, finalizzate, in particolare, all'estinzione/compensazione di crediti finanziari delle società operative nei confronti di GTH e delle relative controllate/partecipate non incluse nel perimetro del conferimento ed all'esclusione di attività e passività non afferenti l'attività caratteristica dei servizi ambientali svolta dal gruppo facente capo a GTH (le **“Operazioni Propedeutiche”**).

Il Ramo d'Azienda include le seguenti principali attività operative:

- la proprietà e la gestione dell'impianto di termovalorizzazione situato a Dalmine (BG), impianto a tecnologia complessa di valenza strategica nazionale e tra i più avanzati – specie in termini di rispondenza ai requisiti ambientali – ed efficienti tra quelli operanti sul territorio italiano¹;
- la gestione integrata e la valorizzazione multimateriale dell'intero ciclo dei rifiuti di matrice urbana rivenienti dalla raccolta degli stessi sul territorio della Regione Valle d'Aosta sino al 2036²;
- la proprietà e la gestione della discarica tattica regionale della Regione Veneto, dedicata allo smaltimento di rifiuti prevalentemente urbani e di rifiuti speciali non pericolosi (con durata attuale residua attesa sino al 2029), e degli impianti, complementari alla stessa, di valorizzazione del biogas e di trattamento dei reflui liquidi, siti nel Comune di S. Urbano (PD)³;
- la proprietà delle aree e la valorizzazione degli invasi di discarica in post chiusura di Latina (località Borgo Montello), presso le quali è installato un sistema impiantistico di produzione di energia elettrica derivante dallo sfruttamento del biogas ed è in

¹ Attività facente capo a Rea Dalmine.

² Attività facente capo a Enval, controllata al 51% da Rea Dalmine.

³ Attività facente capo alla società Gea.

corso la realizzazione di un impianto di produzione di biometano liquefatto con annesso parco fotovoltaico⁴;

- l'autorizzazione per la costruzione e gestione di un impianto di trattamento delle frazioni umide dei rifiuti e degli scarti verdi (per 80 mila tonnellate annue complessive) con la finalità di produrre biometano liquefatto e compost di qualità, da ubicarsi in provincia di Latina⁵.

Ai sensi dell'Accordo di Investimento, agli elementi patrimoniali attivi e passivi nonché ai rapporti giuridici di cui si compone il Ramo d'Azienda è stata attribuita una valutazione complessiva di Euro 75.000.000,00 in termini di valore del capitale economico (c.d. "*equity value*").

Al fine di dare conto delle variazioni contabili che intercorreranno tra il 30 giugno 2021 (data di riferimento contabile per la valutazione del Ramo d'Azienda) e la data di efficacia del conferimento del Ramo d'Azienda, ATH e GTH redigeranno congiuntamente e in buona fede, entro quarantacinque giorni lavorativi dalla data di efficacia del conferimento, una situazione patrimoniale a tale data, al fine di dare evidenza delle variazioni nel patrimonio netto del Ramo d'Azienda (la "**Situazione Patrimoniale di Conferimento**").

Ove la variazione tra situazione patrimoniale al 30 giugno 2021 e la Situazione Patrimoniale di Conferimento differisca, in aumento o in diminuzione, di oltre il 5% del valore del patrimonio netto risultante dalla situazione patrimoniale al 30 giugno 2021 del Ramo d'Azienda e calcolato al netto del valore delle partecipazioni nel capitale sociale di Indeco, Gea e Aimeri, salvo quanto previsto ai sensi dell'Accordo di Investimento:

- qualora il patrimonio netto risultante dalla Situazione Patrimoniale di Conferimento sia superiore al patrimonio netto risultante dalla situazione patrimoniale al 30 giugno 2021, ATH provvederà a pagare la differenza in favore di GTH entro quindici giorni lavorativi dalla data di definizione della Situazione Patrimoniale di Conferimento;
- qualora il patrimonio netto risultante dalla Situazione Patrimoniale di Conferimento sia inferiore al patrimonio netto risultante dalla situazione patrimoniale al 30 giugno 2021, GTH provvederà a pagare la differenza in favore di ATH entro quindici giorni lavorativi dalla data di definizione della Situazione Patrimoniale di Conferimento.

Inoltre, ai sensi dell'Accordo di Investimento, al fine di determinare il numero di azioni ATH da emettere nel contesto dell'Aumento di Capitale, ATH è stata valorizzata, in termini di valore del capitale economico (c.d. "*equity value*") con riferimento al capitale sociale al netto delle n. 4.511.773 azioni proprie possedute dalla Società, Euro 105.825.872,40.

Il perfezionamento dell'Accordo di Investimento, e pertanto dell'Aumento di Capitale, è subordinato al verificarsi – entro il termine previsto dall'Accordo di Investimento – delle seguenti condizioni sospensive (le "**Condizioni Sospensive**"):

⁴ Attività facente capo alla società Indeco.

⁵ Attività facente capo alla società Rifuture, partecipata al 30% da Rea Dalmine ed al 30% da Gea.

- (i) la stipula (a) dell'atto di scissione parziale di Gea e (b) dell'atto di scissione di Rea Dalmine, e l'avvenuta efficacia delle predette scissioni;
- (ii) l'approvazione da parte dell'assemblea straordinaria di ATH dell'Aumento di Capitale;
- (iii) il compiuto esperimento e la conclusione della procedura di informazione e consultazione sindacale di cui all'art. 47 della l. 29 dicembre 1990, n. 428 con riferimento al conferimento del Ramo d'Azienda;
- (iv) in relazione a eventuali contratti di finanziamento e/o prestiti obbligazionari di cui siano parte GTH, ATH e/o le società del gruppo facente capo a GTH che prevedano il consenso rispetto ad operazioni straordinarie di riorganizzazione infragruppo, in via alternativa, (a) l'ottenimento, ove necessario, del consenso da parte delle relative banche finanziatrici e/o obbligazionisti; (b) la rinegoziazione dei relativi contratti di finanziamento e/o prestiti obbligazionari e/o (c) l'eventuale rifinanziamento del relativo indebitamento;
- (v) il mancato verificarsi di uno o più eventi o circostanze che abbiano effettivamente prodotto un rilevante effetto negativo, sulle attività, sui rapporti giuridici, sulle passività e/o sui risultati gestionali di GTH, delle società del gruppo facente capo a GTH.

Le Condizioni Sospensive di cui ai punti **Errore. L'origine riferimento non è stata trovata.** e (iv) sono nell'interesse esclusivo di ATH e, pertanto, sono rinunciabili solo dalla stessa.

Inoltre, ai sensi dell'Accordo di Investimento entro 5 giorni lavorativi dall'avveramento (o alla rinuncia, a seconda del caso) di tutte le Condizioni Sospensive, verrà sottoscritto innanzi al Notaio l'atto di conferimento, verranno emesse le Nuove Azioni e, previa verifiche da parte del Consiglio di Amministrazione ai sensi dell'art. 2343-*quater* cod. civ., si procederà al deposito per l'iscrizione presso il Registro delle Imprese della dichiarazione di cui all'art. 2343-*quater*, terzo comma, cod. civ. e dell'attestazione di cui all'art. 2444, primo comma, cod. civ. in relazione all'Aumento di Capitale.

L'Aumento di Capitale prevede l'emissione di n. 62.500.000 Nuove Azioni, con godimento regolare e aventi le stesse caratteristiche delle azioni ordinarie ATH in circolazione alla data di emissione delle Nuove Azioni, da liberarsi mediante conferimento in natura del Ramo d'Azienda entro il 31 dicembre 2021.

Le Nuove Azioni saranno ammesse alle negoziazioni sul mercato Euronext Milan. Al riguardo, si evidenzia che il numero delle Nuove Azioni emesse nel contesto dell'Aumento di Capitale supera la soglia del 20% del numero totale di azioni ATH già ammesse alle negoziazioni e, pertanto, la Società procederà a predisporre un prospetto di ammissione a quotazione delle Nuove Azioni che sarà sottoposto ad approvazione della CONSOB.

3. Natura della correlazione e soglie di rilevanza

Alla data del Parere, ATH è controllata da RAPS S.a.s. di Rina Marina Cremonesi & C. per il tramite delle società dalla stessa indirettamente controllate GTH e Gea. In particolare, GTH detiene una partecipazione diretta pari a circa il 61,76% del capitale sociale di ATH

e una partecipazione indiretta, per il tramite di Gea, pari a circa il 14,4% del capitale sociale di ATH.

La Società non è soggetta ad attività di direzione e coordinamento ai sensi degli artt. 2497 e seguenti del cod. civ.

Alla luce di quanto precede, la sottoscrizione dell'Accordo di Investimento si qualifica come operazione con parte correlata di maggiore rilevanza, ai sensi dell'art. 5 della Procedura Parti Correlate nonché dell'Allegato 3 al Regolamento OPC in quanto il controvalore economico complessivo della stessa - come illustrato nel prosieguo - supera la soglia di rilevanza del 5% di cui al Regolamento OPC e alla Procedura Parti Correlate.

Inoltre, si evidenzia che, per effetto della sottoscrizione dell'Aumento di Capitale, nonché della scissione di Gea, la partecipazione diretta di GTH nella Società diverrà pari a circa l'85,8% del capitale sociale di ATH.

In particolare, si evidenzia che in data 4 ottobre 2021 l'assemblea straordinaria di Gea ha approvato il progetto di scissione parziale di Gea in favore di GTH, ai sensi del quale a GTH sarà assegnata, tra l'altro, la partecipazione pari al 14,4% del capitale sociale della Società detenuta da Gea. La predetta scissione è subordinata all'avveramento (o alla rinuncia) di talune condizioni sospensive usuali per tale tipologia di operazioni. Inoltre, si ricorda che l'Accordo di Investimento prevede che l'esecuzione dell'Aumento di Capitale sia subordinata al verificarsi, *inter alia*, della stipula dell'atto di scissione parziale di Gea.

A tale riguardo, si evidenzia che ad esito dell'Aumento di Capitale, GTH deterrà una partecipazione inferiore al 90% del capitale sociale di ATH e, per l'effetto, non troverà applicazione l'obbligo di acquisto previsto dall'art. 108 comma 2, del TUF finalizzato a ricostituire il flottante sufficiente ad assicurare il regolare andamento delle negoziazioni.

Da ultimo, si segnala che, dal momento che l'operazione è qualificabile come "*significativa*" ai sensi dell'art. 70, comma 6, del Regolamento Emittenti, e tenuto conto che la Società non si è avvalsa della facoltà prevista dall'art. 70, comma 8, del Regolamento Emittenti, di derogare all'obbligo di pubblicazione dei documenti informativi in occasione di operazioni significative di fusione, scissione, aumento di capitale mediante conferimento di beni in natura, acquisizione e cessione, ATH procederà nei termini di legge a pubblicare un documento informativo previsto ai sensi dell'art. 70, comma 6, del Regolamento Emittenti con riguardo all'Aumento di Capitale.

4. Attività condotte dal Comitato

4.1 Attività istruttoria del Comitato

Ai fini del rilascio del Parere, il Comitato ha ricevuto da parte delle competenti strutture aziendali, in modo completo e con sufficiente anticipo, le necessarie informazioni relative all'Accordo di Investimento nonché la relativa documentazione di supporto.

Ai fini dello svolgimento della propria attività istruttoria il Comitato ha ricevuto in data 28 luglio 2021 una prima informativa relativa all'Accordo di Investimento e all'Aumento di Capitale e, in funzione di ciò, si è dunque avvalso della facoltà di farsi assistere da un esperto indipendente di propria scelta, previa adeguata verifica dell'indipendenza del

medesimo ai sensi della Procedura Parti Correlate, ai fini della valutazione della congruità del valore del conferimento del Ramo d'Azienda (l'“**Incarico**”).

In data 1° e 5 ottobre 2021 il Comitato ha ricevuto n. 3 offerte da parte di candidati indipendenti allo svolgimento dell'Incarico e, dopo aver condiviso i criteri di selezione dell'esperto indipendente, ha proceduto ad intervistare i professionisti individuati.

A esito delle interviste effettuate, sulla base di un attento esame dei criteri di indipendenza, professionalità e competenza nonché alla luce dei criteri individuati per la selezione dell'esperto indipendente, nella riunione del 5 ottobre 2021, il Comitato ha deliberato di conferire l'Incarico al Prof. Francesco Baldi (l'“**Esperto Indipendente**”).

Il Comitato si è successivamente riunito, sempre alla presenza del Collegio Sindacale, in data 22 ottobre e 9 novembre, coinvolgendo ai fini dell'istruttoria in corso l'esperto indipendente nominato, gli advisor della Società, nonché i referenti aziendali in grado di offrire informazioni ritenute opportune per la miglior comprensione dell'operazione nel suo complesso. Nel medesimo periodo, il Consiglio di Amministrazione, nelle sedute del 15 ottobre e del 4 novembre, ha esaminato e trattato gli aspetti rilevanti dell'operazione medesima.

In data 12 novembre 2021, il Comitato si è nuovamente riunito per esaminare le risultanze definitive dello svolgimento dell'Incarico illustrate nella *Fairness Opinion*, ivi acclusa al Parere *sub Allegato A*. In pari data, il Comitato ha altresì analizzato l'Accordo di Investimento nella versione disponibile e, comunque, pressoché definitiva.

In occasione delle predette riunioni, il Comitato si è sempre riunito alla presenza della maggioranza dei suoi componenti.

Alle predette riunioni del Comitato hanno altresì partecipato i membri del Collegio Sindacale, il dott. Bernardino Quattrociochi (Presidente), la dott.ssa Michaela Marcarini e il dott. Enrico Calabretta (Sindaci Effettivi).

Nella seduta del 15 novembre 2021, il Comitato si è riunito alla presenza di tutti i suoi membri e di tutti i membri del Collegio Sindacale e ha approvato all'unanimità il presente Parere.

4.2 Esperto Indipendente

Come sopra evidenziato, ai fini del rilascio del Parere il Comitato ha ritenuto opportuno avvalersi del supporto di un esperto in possesso di comprovati requisiti di professionalità, competenza e indipendenza.

In particolare, il Comitato ha verificato la sussistenza dei necessari requisiti di indipendenza, non correlazione e assenza di conflitti di interesse richiedendo all'Esperto Indipendente di indicare le relazioni economiche, patrimoniali e finanziarie (attuali o intrattenute negli ultimi 3 anni) con (a) ATH, le società controllate, gli amministratori di ATH e/o delle società da questa controllate; (b) GTH, le società controllate da GTH e gli amministratori di GTH e/o delle società da questa controllate; (c) le altre parti correlate di ATH e di GTH (congiuntamente, i soggetti di cui ai punti (a), (b) e (c), i “**Soggetti Rilevanti**”), idonee a compromettere l'indipendenza e l'autonomia di giudizio dell'Esperto ai fini dello svolgimento dell'Incarico.

L'Esperto Indipendente ha altresì confermato (i) di non essere parte correlata di ATH e GTH ai sensi e per gli effetti del Regolamento OPC; (ii) di non essere legato ad ATH, a

GTH o agli altri Soggetti Rilevanti da rapporti di lavoro autonomo o subordinato ovvero da altri rapporti di natura patrimoniale o professionale aventi caratteristiche quantitative o qualitative tali da potersi considerare idonei a compromettere l'indipendenza e l'autonomia di giudizio dell'Esperto Indipendente ai fini dello svolgimento dell'Incarico; (iii) la non sussistenza di situazioni che (aa) facciano venir meno l'indipendenza dell'Esperto Indipendente ai sensi della disciplina sulle operazioni con parti correlate, anche tenuto conto dei criteri indicati nell'Allegato 4 al Regolamento OPC o (bb) diano comunque luogo all'insorgere di conflitti di interesse in relazione all'attività che l'Esperto Indipendente nell'ambito dello svolgimento dell'Incarico.

Dopo un'attenta analisi, il Comitato, esaminata la dichiarazione di indipendenza resa dal prof Baldi, e alla luce dell'incontro con l'Esperto Indipendente e dei criteri stabiliti dal Comitato, ha nominato il prof. Francesco Baldi quale esperto indipendente incaricato di assistere il Comitato.

Lungo tutta la fase istruttoria l'Esperto Indipendente è stato aggiornato attraverso l'invio, da parte del *management* della Società, di un flusso di informazioni completo, adeguato e tempestivo.

4.3 Interesse della Società e dei suoi azionisti alla sottoscrizione dell'Accordo di Investimento

Nel corso della riunione del 15 novembre 2021, il Comitato ha esaminato la versione definitiva dell'Accordo di Investimento, rilevando come la sottoscrizione dell'Accordo di Investimento abbia una significativa valenza industriale e strategica per ATH e per il gruppo facente capo a GTH. In particolare, mediante l'Aumento di Capitale sarà possibile procedere ad una integrazione societaria e aziendale volta a concentrare in ATH le attività operative del gruppo facente capo a GTH, al fine di creare il principale *pure player* indipendente quotato in Italia specializzato nell'ambito della gestione integrata di servizi ambientali, in grado di offrire soluzioni innovative e sostenibili e conseguire i seguenti benefici per il gruppo ATH e i suoi azionisti:

- razionalizzazione, integrazione ed efficientamento della struttura complessiva del gruppo GTH, grazie alla concentrazione in un unico gruppo quotato di tutte le attività industriali riguardanti il medesimo business;
- ampliamento e diversificazione dei settori di operatività, focalizzati sulle bonifiche ambientali e sui rifiuti industriali, con attività ad elevato valore aggiunto nei servizi ambientali, quali la termovalorizzazione di rifiuti, la produzione di energia elettrica e di biocarburanti avanzati secondo i principi della *circular economy*, il trattamento, il recupero, la valorizzazione multimateriale e lo smaltimento dei rifiuti urbani, speciali ed assimilabili agli urbani;
- incremento delle dimensioni aziendali, rafforzamento delle posizioni di mercato ed aumento delle capacità di sviluppo con la possibilità di conseguire sinergie, economie di scala e maggiori efficienze organizzative e finanziarie;

Il conferimento del Ramo d'Azienda consentirà alla Società di realizzare un'importante operazione industriale di valenza strategica, che comporta un significativo incremento delle dimensioni e della redditività aziendale - ed accrescitiva in termini di utile per azione, senza ricorrere ad esborsi di cassa e/o all'indebitamento.

4.4 Convenienza e correttezza sostanziale delle condizioni dell'Accordo di Investimento

Nel corso della riunione del 15 novembre 2021, il Comitato ha esaminato la versione finale dell'Accordo di Investimento, rilevando che:

- la procedura seguita per la sottoscrizione dell'Accordo di Investimento rispetta la disciplina relativa alle operazioni con parti correlate ai sensi del Regolamento OPC e della Procedura Parti Correlate;
- il Comitato è stato opportunamente coinvolto negli aspetti rilevanti dell'operazione, mediante la ricezione di flussi informativi tempestivi e completi;
- il *management* della Società ha comunicato in modo tempestivo e in coerenza con quanto previsto dalla Procedura Parti Correlate e dal Regolamento OPC le informazioni e la documentazione rilevante ai fini dell'emissione del Parere da parte del Comitato;
- le condizioni dell'Accordo di Investimento sono convenienti per la Società e in linea con le condizioni previste per operazioni similari;
- la sottoscrizione dell'Accordo di Investimento e l'esecuzione dell'Aumento di Capitale sono in linea con l'interesse della Società;
- sono state adottate da ATH misure e iniziative corrette, sia sul piano procedimentale sia sul piano sostanziale.

4.5 Fairness Opinion dell'Esperto Indipendente

In allegato al Parere si riporta la *Fairness Opinion* rilasciata dall'Esperto Indipendente di cui il Comitato si è avvalso ai fini dell'istruttoria condotta e sopra illustrata, con particolare riferimento alla valutazione dell'elemento rappresentato dalla convenienza dell'operazione. Il Comitato ritiene che l'iter logico-razionale della *fairness opinion* sia evincibile dallo sviluppo della stessa e che le relative conclusioni siano coerenti con il quesito sottoposto all'Esperto medesimo.

In particolare, la *Fairness Opinion* rilasciata dall'Esperto Indipendente è stata resa prendendo a riferimento metodologie di analisi finanziaria e di valutazione usate nella prassi professionale. In particolare, ai fini dell'elaborazione delle risultanze del Parere, determinate con riferimento alla data del 31/12/2020, la valutazione del compendio c.d. "core" e del "compendio conferito totale" è stata condotta ricorrendo a due distinte tecniche valutative: (a) metodo finanziario (anche noto come *Discounted Cash Flow*, DCF); (b) metodo dei multipli, utilizzato quale metodologia di controllo.

Il compendio c.d. "core" deriva dal conferimento da GTH ad ATH del 100% delle società: Gea, Indeco e Rea Dalmine. Il "compendio conferito totale" ricomprende, oltre al compendio "core", anche le partecipazioni in Enval S.r.l. e Rifuture S.r.l. A ciò si aggiungono gli aggiustamenti legati a partite creditorie o debitorie infragruppo e agli effetti di scissioni di poste dell'attivo e del passivo effettuate nel 2021 da parte di Rea Dalmine e Gea a favore di GTH.

Ad esito delle analisi effettuate, l'Esperto Indipendente ha ritenuto che, alla data della *Fairness Opinion*, "il valore di conferimento in natura delle attività operative nel settore ambientale di GTH alla società controllata ATH - da realizzarsi nell'ambito della

complessiva Operazione di integrazione societaria e aziendale tra le stesse società finalizzata a concentrare in ATH i citati rami – sia congruo”.

5. Conclusioni

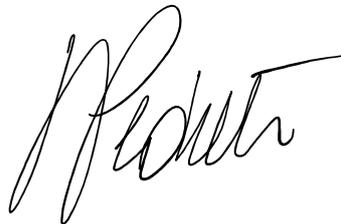
In considerazione di tutto quanto precede, il Comitato, ai sensi dell’art. 6.2 della Procedura Parti Correlate, esprime, all’unanimità, il proprio parere favorevole sull’interesse della Società e di tutti i suoi azionisti alla sottoscrizione dell’Accordo di Investimento e sulla convenienza e correttezza sostanziale dell’Accordo di Investimento.

Il Parere assume e presuppone che le informazioni e i documenti esaminati ai fini del suo rilascio non subiscano modifiche sostanziali e che non emergano elementi nuovi o ulteriori che, se noti alla data odierna, sarebbero idonei a incidere sulle valutazioni cui è stato chiamato il Comitato.

Segrate (MI), 15 novembre 2021

Il Presidente del Comitato Controllo, Rischi e Sostenibilità di Ambienthesis S.p.A.

Avv. Susanna Pedretti

A handwritten signature in black ink, appearing to read 'Pedretti', written in a cursive style.

ALLEGATO A

- Fairness Opinion rilasciata dall'Esperto Indipendente in data 12 novembre 2021.

Spett.le
Ambienthesis S.p.A.
Via Cassanese 45
20054 Segrate - MI

*Alla c.a. del Presidente del Comitato Parti
Correlate, Avv. Susanna Pedretti*

Riservata/Confidenziale

Roma, 12 novembre 2021

Oggetto: *Fairness Opinion* in relazione alla congruità del valore di conferimento in natura delle attività operative nel settore ambientale del gruppo Greenthesis S.p.A. alla società controllata Ambienthesis S.p.A.

In data 28 luglio 2021, Ambienthesis ("ATH") e Greenthesis ("GTH") - *holding* della famiglia Grossi che controlla ATH con una partecipazione diretta ed indiretta pari a circa il 76,2% del capitale - hanno sottoscritto un *Memorandum of Understanding* (MoU) finalizzato alla realizzazione di una possibile operazione di integrazione societaria ed aziendale volta a concentrare in ATH - mediante un conferimento in natura - le attività operative nel settore ambientale (di seguito anche "rami") del gruppo facente capo a GTH (di seguito "Operazione"). Ne conseguirebbe la creazione del principale *pure player* indipendente quotato in Italia specializzato nella gestione integrata dei servizi ambientali.

L'Operazione avviene tra ATH e GTH, soggetti qualificabili come parti correlate, e perciò ai sensi del Regolamento Consob n. 17221 del 12 marzo 2010 in materia di operazioni con parti correlate, il Comitato Parti Correlate (CPC) in seno al CdA di ATH ha provveduto a selezionare un esperto indipendente per la predisposizione di una *fairness opinion* (di seguito "Parere") circa la congruità del valore di conferimento in natura delle citate attività operative di GTH nel settore ambientale, oggetto di possibile trasferimento ad ATH.

Con incarico conferito in data 5 ottobre 2021 è stato richiesto allo scrivente, in qualità di esperto indipendente a supporto del CPC di ATH, di redigere detto Parere.

Il Parere è da considerarsi confidenziale e indirizzato e destinato esclusivamente ai membri del Comitato Parti Correlate - fermo restando che potrà essere condiviso con, e destinato a, l'intero Consiglio di Amministrazione di ATH al solo scopo di valutare i termini economici dell'Operazione.

Lo scrivente agisce per conto dei membri del CPC di ATH e per nessun altro in relazione all'Operazione e non sarà responsabile verso altri soggetti, fatta eccezione per i membri del CPC di ATH per quanto concerne il rilascio del Parere.

Lo scrivente autorizza, sin da ora, il CPC: (i) a descrivere il contenuto del Parere nel contesto del documento informativo per operazioni con parti correlate di maggiore rilevanza predisposto da ATH in relazione all'Operazione ai sensi del regolamento Consob n. 17221/2010; (ii) ad allegare il Parere al medesimo documento informativo citato sub (i) che precede; e (iii) a trasmettere il Parere a Consob e a Borsa Italiana.

Lo scrivente altresì precisa: (i) di non essere stato in alcun modo coinvolto nella strutturazione dell'Operazione, né nella determinazione di alcun aspetto relativo all'Operazione; (ii) di essere stato incaricato esclusivamente di assistere il CPC nella valutazione della congruità del valore di conferimento in natura delle attività operative nel settore ambientale di GTH alla società controllata ATH; (iii) di non avere rivestito, fino alla data odierna, alcun ruolo negli organi sociali di ATH e/o GTH, né in alcuna delle società controllate da GTH; (iv) di non avere reso, nel corso dell'ultimo quinquennio, alcuna attività professionale a favore di ATH, né di società controllate da ATH.

Lo scrivente precisa inoltre che, dopo aver svolto gli opportuni approfondimenti, alla data della presente lettera non sussistono relazioni economiche, patrimoniali e finanziarie tra lo stesso e: (i) ATH, (ii) i soggetti che la controllano, le società controllate da ATH o GTH o sottoposte a comune controllo, nonché gli amministratori delle società di cui ai punti (i) e (ii), che siano suscettibili di pregiudicare l'indipendenza e l'autonomia di giudizio.

1. Limitazioni del parere di congruità

Le conclusioni espresse nella presente relazione sono basate sul complesso dei documenti ricevuti e delle attività svolte dallo scrivente e, di conseguenza, nessuna parte della stessa potrà essere utilizzata disgiuntamente rispetto alla relazione nella sua interezza. Lo scrivente non si assume alcuna responsabilità, diretta e/o indiretta, per gli eventuali danni che potrebbero derivare da un utilizzo improprio e/o non autorizzato delle informazioni contenute nel presente documento.

La *fairness opinion* non esprime alcun giudizio o valutazione di convenienza in merito all'interesse di ATH all'Operazione e alla convenienza e correttezza sostanziale delle condizioni della stessa.

Si noti che lo scrivente non ha svolto procedure di *due diligence* sui dati e sulle informazioni fornite, né altre forme di verifica sulla accuratezza e completezza delle stesse, riportate nella documentazione citata nel successivo paragrafo 2. Si assume, pertanto, che non vi siano fatti o circostanze allo scrivente non rese note che avrebbero potuto rendere le informazioni fornite fuorvianti o non accurate. Inoltre, si è assunto che non vi sono stati cambiamenti significativi sui dati economici e patrimoniali delle società coinvolte al 31 dicembre 2020, data di riferimento della valutazione del c.d. "compendio conferito totale".

4

I dati gestionali e finanziari contenuti nei piani industriali che sono stati forniti hanno carattere previsionale e, pertanto, per loro natura, sono da considerarsi incerti e variabili. Inoltre, gli stessi riflettono le strategie di GTH sotto il profilo industriale, normativo e finanziario. Lo scrivente ha fatto pieno affidamento sulla veridicità, completezza e accuratezza di tali proiezioni.

Le valutazioni effettuate di cui si dirà in seguito risentono dei limiti intrinseci e delle specificità che caratterizzano le metodologie di valutazione adottate. Per sua natura, una valutazione economica non rappresenta una mera applicazione di criteri e di formule, ma è il risultato di analisi di stima in cui sono riflessi anche elementi di soggettività. Non esistendo un unico valore, le conclusioni rivenienti dall'analisi rientrano in un intervallo di valori.

La presente analisi valutativa è svolta alla luce degli elementi aziendali e di mercato ragionevolmente ipotizzabili e pertanto non tiene conto della possibilità di eventi di natura straordinaria e non prevedibile quali, a titolo di esempio: nuove normative di settore, variazioni della normativa fiscale, catastrofi naturali, sociali e politiche, nazionalizzazioni.

La *fairness opinion* è riferita alla data del presente documento. Cambiamenti nelle condizioni aziendali o di mercato o altri eventi successivi a tale data, per i quali lo scrivente non si assume responsabilità, potrebbero condurre a considerazioni diverse da quelle espresse nel presente Parere. Le condizioni dell'incarico conferito allo scrivente non prevedono alcun aggiornamento dell'analisi rispetto alla data del presente documento.

La *fairness opinion* non contiene alcuna valutazione riferibile al prezzo al quale titoli di ATH, società conferitaria, potrebbero essere scambiati.

2. Documentazione analizzata per il rilascio del parere di congruità

Ai fini della redazione del Parere sono stati oggetto di esame:

- 5 *Business Plans*: Gea S.r.l., Indeco S.r.l., Rea Dalmine S.p.A., Enval S.r.l. e Rifuture S.r.l.;
- Comunicato Congiunto ATH + GTH del 28/07/2021;
- Bilancio Consolidato Greenthesi S.p.A. al 31/12/2020;
- Bilancio Separato Greenthesi S.p.A. al 31/12/2020;
- Relazione sulla Gestione Greenthesi S.p.A. 2020;
- Enval - TMB Aosta PEF;
- Prospetto delle tariffe delle nuove iniziative biometano e fotovoltaico di Indeco;
- Green Holding - Indeco contratto di finanziamento;
- Contratto Finanziamenti Infragrappo;
- *Memorandum of Understanding* (MoU) - Allegato 1.1;
- Accettazione di Proposta MoU - Ambienthesi S.p.A.;
- Alta Quota - Ipotesi scissione;
- Bilancio Aimeri S.r.l. in liquidazione al 31/12/2020;
- Progetto di scissione Gea S.r.l.;

- Bozza Progetto di scissione Gea S.r.l.;
- Allegato A - Compendio scisso;
- Allegato B - Statuto sociale Gea S.r.l.;
- Allegato C - Statuto sociale Greenthesi S.p.A.;
- Allegato D - Prospetto contabile Gea S.r.l.;
- Progetto di scissione Rea Dalmine S.p.A.:
 - Bozza Progetto di scissione Rea Dalmine S.p.A.;
 - Allegato A - Compendio scisso Greenthesi S.p.A.;
 - Allegato B - Compendio Scisso NewC0;
 - Allegato C - Statuto sociale Rea Dalmine S.p.A.;
 - Allegato D - Nuovo statuto sociale Rea Dalmine S.p.A.;
 - Allegato E - Statuto Sociale Greenthesi S.p.A.;
 - Allegato F - Statuto sociale Società Beneficiaria;
 - Allegato G - Prospetto contabile;
- Scambio di e-mail funzionale alla comprensione dell'Operazione e alla predisposizione del Parere.

Con riferimento ai cinque piani industriali (*business plans*) dei rami oggetto di conferimento, deve notarsi che lo scrivente è al corrente che essi saranno approvati nel Consiglio di Amministrazione di GTH previsto per il 15 novembre p.v. e che il Consiglio di Amministrazione di ATH, previsto in medesima data, prenderà atto di detta approvazione.

Lo scrivente è stato, altresì, informato dell'intendimento da parte di GTH e ATH di includere nel perimetro dell'Operazione la realizzazione di due transazioni immobiliari infragruppo. Dette transazioni avranno ad oggetto tre immobili (polo logistico di Inzago, sede della costituenda Accademy aziendale, GTH HUB, complesso immobiliare sito in Segrate) per un valore complessivo di € 20,46 milioni. Gli immobili posseduti indirettamente da GTH per il tramite di una controllata sono stati finora in uso da parte di ATH a fronte del pagamento di canoni di locazione a GTH. Poiché ATH acquisterà detti immobili a valori di mercato, rinunciando così GTH ai canoni attivi pagati dalla stessa ATH, l'impatto di dette transazioni immobiliari sull'Operazione è considerabile neutro. Perciò, nel prosieguo dette transazioni immobiliari non saranno considerate ai fini della definizione del perimetro complessivo dell'Operazione, né saranno oggetto di valutazione.

3. Breve descrizione degli effetti dei progetti di scissione propedeutici alla realizzazione dell'Operazione

Nella determinazione del perimetro della citata operazione - con riguardo a Gea S.r.l. - sono state escluse dal patrimonio della stessa, per effetto della scissione parziale di Gea S.r.l. in favore della beneficiaria GTH - come da progetto di scissione del 22 settembre 2021 e con riferimento ai dati di bilancio della società scissa al 30 giugno 2021 - le seguenti poste contabili:

Compendio Patrimoniale Scisso	Valore contabile al 30.06.2021
Partecipazione del 14,4% in Ambienthesis S.p.A.	Euro 26.377.609,18
Partecipazione del 16,08% in Rea Dalmine S.p.A.	Euro 16.789.401,39
Credito commerciale nei confronti di Aimeri S.r.l. in liquidazione	Euro 1.340.560,79
Fondo svalutazione partecipazioni	(Euro 9.516.959,00)
Fondo imposte differite	(Euro 124.552,84)
TOTALE COMPENDIO SCISSO	Euro 34.866.059,52

Nella determinazione del perimetro della citata operazione - con riguardo a Rea Dalmine S.p.A. - sono state escluse dal patrimonio della stessa, per effetto della scissione parziale asimmetrica di Rea Dalmine S.p.A. in favore delle beneficiarie GTH e la costituenda Visconti Real Estate S.r.l. - come da progetto di scissione del 22 settembre 2021 e con riferimento ai dati di bilancio della società scissa al 30 giugno 2021 - le seguenti poste contabili:

Compendio Patrimoniale Scisso a Greenthesis S.p.A.	Valore contabile al 30.06.2021
Crediti finanziari nei confronti di Greenthesis S.p.A.	Euro 9.540.348,15
Credito commerciale nei confronti di Greenthesis S.p.A.	Euro 1.710.967,09
Credito finanziario nei confronti di Alfa Alfa S.r.l.	Euro 2.133.379,13
Partecipazione del 100% in Noy Ambiente S.p.A.	Euro 12.969.878,59
Partecipazione del 9,50% in Puglia M.S. S.r.l.	Euro 187.400,00
Credito commerciale nei confronti di Alfa Alfa S.r.l.	Euro 510.416,67
Credito commerciale nei confronti di Plurifinance S.r.l.	Euro 58.368,91
Credito commerciale nei confronti di Aimeri S.r.l. in liquidazione	Euro 53.496,46
Credito commerciale nei confronti di Noy Vallesina Engineering S.r.l. in liquidazione	Euro 7.890,41
Crediti diversi (già interamente svalutati)	Euro 1.756.245,33
Fondo svalutazione Crediti diversi	(Euro 1.756.245,33)

Debito commerciale verso Alfa Alfa S.r.l.	(Euro 12.200,00)
Debito commerciale verso Noy Ambiente S.p.A.	(Euro 51.680,39)
Fatture da ricevere da Noy Ambiente S.p.A.	(Euro 10.641,88)
Debito finanziario verso Noy Ambiente S.p.A.	(Euro 3.181.576,17)
TOTALE COMPENDIO SCISSO	Euro 23.916.046,97

Compendio Patrimoniale Scisso a favore Newco "Visconti Real Estate S.r.l."	Valore contabile al 30.06.2021
Complesso immobiliare "Palazzo Visconti"	Euro 30.083.157,94
Immobilizzazioni in corso "Palazzo Visconti"	Euro 240.095,93
Fondo imposte differite "Palazzo Visconti"	(Euro 1.416.720,15)
TOTALE COMPENDIO SCISSO	Euro 28.906.533,72

4. Descrizione dei procedimenti valutativi adottati e delle relative risultanze

Il Parere è stato reso prendendo a riferimento metodologie di analisi finanziaria e di valutazione usate nella prassi professionale. In particolare, ai fini dell'elaborazione delle risultanze del Parere, determinate con riferimento alla data del 31/12/2020, la valutazione del compendio c.d. "core" e del "compendio conferito totale" è stata condotta ricorrendo a due distinte tecniche valutative: (1) **metodo finanziario (anche noto come Discounted Cash Flow, DCF)**; (2) **metodo dei multipli**, utilizzato quale metodologia di controllo. Di seguito sono descritti i due procedimenti valutativi prescelti.

Si precisa che il compendio c.d. "core" deriva dal conferimento da GTH ad ATH del 100% delle seguenti aziende: Gea S.r.l., Indeco S.r.l. e Rea Dalmine S.p.A. Le prime due, Gea e Indeco, sono interamente possedute da GTH. GTH possiede invece solo il 30,6% di Rea Dalmine trasferito ad ATH nel contesto dell'Operazione; il restante 69,4% è posseduto per il 54,6% da Gea e per il 14,8% da Indeco. Essendo Gea e Indeco ricomprese nel perimetro dell'Operazione, Rea Dalmine è trasferita ad ATH al 100%.

Invece, il "compendio conferito totale" ricomprende, oltre al compendio "core", anche le partecipazioni in Enval S.r.l., controllata al 51% da Rea Dalmine, e Rifuture S.r.l., controllata al 30% da Gea e al 30% da Rea Dalmine. A ciò si aggiungono gli aggiustamenti legati a partite creditorie o debitorie infragruppo e agli effetti di scissioni di poste dell'attivo e del passivo effettuate nel 2021 da parte di Rea Dalmine e Gea a favore di GTH.

4.1 Prima tecnica valutativa: metodo finanziario

4.1.1 La valutazione di Gea S.r.l. con il metodo finanziario

Gea S.r.l. gestisce la discarica tattica regionale della regione Veneto presso la quale è in funzione un impianto di produzione di biogas per la generazione di energia elettrica. Il piano industriale di Gea S.r.l. prevede un periodo di previsione esplicita pari agli esercizi 2021-2029. La valutazione di Gea S.r.l. è stata condotta ricorrendo al metodo finanziario (c.d. DCF) secondo l'approccio "Assets Side". Ne consegue che il tasso adottato per attualizzare tutti i flussi di cassa operativi aziendali coincide con il costo medio ponderato del capitale (c.d. WACC), pari al 5,38%. Il valore attuale dei flussi di cassa operativi (FCFO), al 31/12/2020, risulta pari a € 47,2 milioni. Ad essi deve sommarsi il valore attuale del Valore Residuo (VR) riferito quest'ultimo al 31/12/2030 (€ 5,3 milioni). Detto valore attuale di VR, al 31/12/2020, risulta essere pari a € 3,2 milioni. A partire dal 2030 fino al 2039, l'azienda genera un flusso di cassa operativo riconducibile alla produzione di energia elettrica da un impianto alimentato dal biogas; detti flussi decrescono a causa della riduzione che la produzione di biogas subisce per effetto di rifiuti via via prossimi alla decomposizione (e quindi caratterizzati da minore efficienza ai fini dell'ottenimento del biogas). Il valore dei flussi di cassa dalla vendita di energia elettrica, al 31/12/2020, è pari a € 1,2 milioni. L'*Enterprise Value* (EV) - dato dalla somma del valore attuale degli FCFO, del VR e dei flussi di cassa dalla vendita di energia elettrica - è pari a € 51,6 milioni. Dall'*Enterprise Value* è sottratta la posizione finanziaria netta (PFN), pari a - € 15,8 milioni.¹

Il trattamento della "gestione post-operativa" (GPO) (c.d. post mortem) merita un'analisi distinta. Essa si traduce in quattro categorie di flussi di cassa in uscita: (1) gli utilizzi del Fondo GPO per la gestione degli invasi già precedentemente chiusi; (2) i flussi di cassa da pagare per la realizzazione delle attività del c.d. *capping* parziale dell'ultimo invaso operativo (ancora aperto) propedeutiche alla chiusura definitiva di quest'ultimo; detti flussi sono pari a - € 1,07 milioni per il periodo 2021-2029; (3) il flusso di cassa in uscita legato al *capping* finale dell'invaso ancora operativo, realizzato nell'esercizio 2030, e pari a - € 7,05 milioni; (4) gli utilizzi del Fondo GPO per la gestione dell'ultimo invaso definitivamente chiuso (nel 2030), da effettuarsi a partire dal 2030 fino al 2072. I flussi GPO collocati temporalmente nel periodo di previsione sintetica sono capitalizzati al tasso di inflazione (pari ad 1,3%; fonte: FMI, ottobre 2021) per tener conto della crescita dei prezzi in tempi così distanti dal momento della valutazione. I flussi GPO così determinati sono poi attualizzati al 31/12/2020 ad un tasso corrispondente al rendimento del BTP a 50 anni (scadenza 1/03/2072; tasso cedolare annuo: 2,15%) e pari al 2,18%. La *ratio* di tale scelta deve ascriversi al fatto che il debito aziendale riveniente dagli obblighi della gestione post mortem di un

¹ PFN di Gea S.r.l.:

	31/12/2020
Debiti fin.	10.800.000
Crediti fin.	15.762.700
Cassa	10.827.859
	<hr/>
PFN	(15.790.559)

invaso ricadenti sulla società che lo ha messo in opera ha natura certa e quindi priva di rischio. Il valore attuale, al 31/12/2020, dei flussi di cassa in uscita relativi alla "gestione post-operativa" (GPO) degli invasi di proprietà di Gea S.r.l. è pari a -€ 50,2 milioni. Infine, l'*Equity Value* di Gea S.r.l. risulta dalla seguente somma algebrica:

$$\text{Equity Value} = \text{Enterprise Value} - \text{PFN} - \text{V.A. Flussi GPO} = \\ \text{€ 51,6 milioni} + \text{€ 15,8 milioni} - \text{€ 50,2 milioni} = \text{€ 17,2 milioni}$$

4.1.2 La valutazione di Indeco S.r.l. con il metodo finanziario

Indeco gestisce le ultime fasi di attività della discarica di Borgo Montello (LT) e si occupa della gestione post operativa degli invasi già chiusi. È attiva nella generazione di energia elettrica tramite un impianto di produzione di biogas e un impianto fotovoltaico. Inoltre, è in realizzazione un impianto di produzione di biometano liquefatto. Il piano industriale di Indeco S.r.l. prevede un periodo di previsione esplicita pari agli esercizi 2021-2031. La valutazione di Indeco S.r.l. è stata condotta ricorrendo al metodo finanziario (c.d. DCF) secondo l'approccio "*Assets Side*". Ne consegue che il tasso adottato per attualizzare tutti i flussi di cassa operativi aziendali coincide con il costo medio ponderato del capitale (c.d. WACC), pari al 5,38%. Il valore attuale dei flussi di cassa operativi (FCFO), al 31/12/2020, risulta pari a -€ 0,87 milioni. Ad essi deve sommarsi il valore attuale del Valore Residuo (VR) riferito quest'ultimo al 31/12/2032 (€ 0,280 milioni). Detto valore attuale di VR, al 31/12/2020, risulta essere pari a € 0,149 milioni. A partire dal 2032, l'azienda genera un flusso di cassa operativo di natura perpetua pari a € 0,112 milioni, riconducibile alla produzione di energia elettrica da un impianto fotovoltaico. Infatti, detto impianto fotovoltaico - terminata la sua utilità in termini di autoproduzione di energia elettrica e connessa riduzione dei costi operativi legati alla gestione dell'impianto di produzione di biometano liquefatto - può essere dedicato alla produzione di energia per il mercato. Il *Terminal Value* di detto flusso di cassa perpetuo risulta al 31/12/2032 pari a € 2,09 milioni ed il suo valore attuale riportato al 31/12/2020 utilizzando il WACC quale tasso di sconto è pari a € 1,17 milioni. L'*Enterprise Value* (EV) - dato dalla somma del valore attuale degli FCFO, del VR e del *Terminal Value* del flusso di cassa perpetuo dalla vendita di energia elettrica di produzione fotovoltaica - è pari a € 0,454 milioni. Dall'*Enterprise Value* è sottratta la posizione finanziaria netta (PFN), pari a -€ 19,2 milioni.²

² PFN di Indeco S.r.l.:

	31/12/2020
Debiti fin.	-
Crediti fin.	19.151.919
Cassa	71.638
	<hr/>
PFN	(19.223.557)
	<hr/>

Il trattamento della “gestione post-operativa” (GPO) (c.d. post mortem) merita un’analisi distinta. Nel gennaio 2024 è chiuso l’ultimo invaso (S8) ancora attivo della discarica a seguito di un investimento in capitale fisso (Capex) pari a - € 4,16 milioni nel 2023 per la realizzazione delle attività di *capping* finale.

La “gestione post-operativa” si traduce in tre categorie di flussi di cassa in uscita: (1) gli utilizzi del Fondo GPO per la gestione degli invasi già precedentemente chiusi; (2) il flusso di cassa in uscita legato al capping finale dell’invaso ancora operativo (S8), realizzato nell’esercizio 2023, e pari a - € 4,16 milioni; (3) gli utilizzi del Fondo GPO per la gestione dell’ultimo invaso definitivamente chiuso (nel 2023), da effettuarsi a partire dal 2024 fino al 2053. I flussi GPO collocati temporalmente nel periodo di previsione sintetica (2032-2053) sono capitalizzati al tasso di inflazione (pari ad 1,3%; fonte: FMI, ottobre 2021) per tener conto della crescita dei prezzi in tempi così distanti dal momento della valutazione. Invece, i flussi GPO relativi al periodo di previsione esplicita del piano industriale 2021-2031 non sono soggetti ad un aggiustamento per l’inflazione. Infine, i flussi GPO relativi all’intero periodo 2021-2053 così determinati sono attualizzati al 31/12/2020 ad un tasso corrispondente al **rendimento del BTP a 50 anni** (scadenza 1/03/2072; tasso cedolare annuo: 2,15%) e pari al **2,18%**. La ratio di tale scelta deve ascriversi al fatto che il debito aziendale riveniente dagli obblighi della gestione post mortem di un invaso ricadenti sulla società che lo ha messo in opera ha natura certa e quindi priva di rischio. Il valore attuale, al 31/12/2020, dei flussi di cassa in uscita relativi alla “gestione post-operativa” (GPO) degli invasi di proprietà di Indeco S.r.l. è pari a - € 24,6 milioni.

Infine, l’*Equity Value* di Indeco S.r.l. risulta dalla seguente somma algebrica:

Equity Value = *Enterprise Value* - PFN - V.A. Flussi GPO =

€ 0,454 milioni - € 19,2 milioni - € 24,6 milioni = - € **4,9 milioni**

4.1.3 La valutazione di Rea Dalmine S.p.A. con il metodo finanziario

Rea Dalmine gestisce un impianto di termovalorizzazione ed ha avviato un progetto di teleriscaldamento delle aree vicino all’impianto medesimo, utilizzando l’energia prodotta dal termovalorizzatore. Il piano industriale di Rea Dalmine S.p.A. prevede un periodo di previsione esplicita pari agli esercizi 2021-2025. La valutazione di Rea Dalmine S.p.A. è stata condotta ricorrendo al metodo finanziario (c.d. DCF) secondo l’approccio “*Assets Side*”. Ne consegue che il tasso adottato per attualizzare tutti i flussi di cassa operativi aziendali coincide con il costo medio ponderato del capitale (c.d. WACC), pari al **5,38%**. Il valore attuale dei flussi di cassa operativi (FCFO), al 31/12/2020, risulta pari a € 28,0 milioni. Come è prassi nell’implementazione di un modello di DCF, nel periodo di previsione sintetica (dal 2026 in poi per un tempo infinito) Rea Dalmine S.p.A. è considerata quale entità operante in “*going-concern*” in grado di generare un flusso di cassa operativo *perpetuo*. Detto flusso è ottenuto normalizzando i flussi già analiticamente individuati nel piano industriale; a tal fine, si è scelto di eguagliare il flusso di cassa operativo *perpetuo* di Rea Dalmine S.p.A. alla media dei flussi di cassa operativi prodotti nel periodo di previsione esplicita, pari a € 7,09

milioni. Quest'ultimo flusso di cassa è poi stato fatto crescere su base perpetua ad un tasso di lungo termine $g = 0,4\%$ [tale tasso di crescita di lungo termine è stato ottenuto calcolando la media dei tassi di crescita del PIL in Italia negli anni 2022 - 2026, pari all'1.7% (fonte FMI, ottobre 2021), al quale poi è stato sottratto il tasso di inflazione 2025 *expected*, pari all'1.3% (fonte FMI, ottobre 2021)]; esso è perciò stimato, alla data del 31/12/2026, in misura pari a € 7,12 milioni. Tale valore corrisponde al c.d. *Terminal Value* di Rea Dalmine S.p.A.. Il valore attuale del *Terminal Value*, al 31/12/2020, è stimato - utilizzando il WACC quale tasso di sconto - pari a € 110,1 milioni. L'*Enterprise Value* (EV) di Rea Dalmine S.p.A., al 31/12/2020, risulta pari a € 140,0 milioni (calcolato quale somma del valore attuale degli FCFO e del *Terminal Value*). Dall'*Enterprise Value* è sottratta la posizione finanziaria netta (PFN), pari a € 20,3 milioni.³

Infine, l'*Equity Value* di Rea Dalmine S.p.A. risulta dalla seguente somma algebrica:

$$\begin{aligned} \text{Equity Value} &= \text{Enterprise Value} - \text{PFN} = \\ &€ 140,0 \text{ milioni} - € 20,3 \text{ milioni} = € 119,7 \text{ milioni} \end{aligned}$$

Tuttavia, la stima integrale dell'*Equity Value* di Rea Dalmine S.p.A. deve tener conto di 5 poste passive di bilancio al 31/12/2020 non incluse nel computo dei flussi di cassa operativi aziendali. Queste 5 poste passive sono di seguito riepilogate:

Fondo controversie legali	-9.127.535 €
Debiti per royalties	-9.361.978 €
Imposte anticipate fondo rischi diversi	2.190.608 €
Imposte anticipate disallineamento IAS	139.280 €
Debiti Finanziari Leasing (IFRS 16)	-1.167.091,18

L'ammontare totale netto di questi aggiustamenti riconducibili a dette poste del passivo risulta pari a - € 17,3 milioni.

In particolare, l'azienda ha nel tempo accolto nel Fondo Rischi e Oneri accantonamenti per controversie legali a causa di un contenzioso con il Comune di Dalmine. A seguito di un accordo extra-giudiziale raggiunto con il Comune di Dalmine, l'azienda è tenuta a pagare complessivamente circa € 1,0 milioni su base annua al Comune stesso. L'importo del Fondo Rischi e Oneri relativo a detto contenzioso è pari a € 9,1 milioni. Inoltre, l'azienda presenta

³ PFN di Rea Dalmine S.p.A.:

	31/12/2020
Debiti fin.	34.089.975
Crediti fin.	9.162.647
Cassa	4.633.722
PFN	20.293.606

un debito, pari a € 9,4 milioni, per il pagamento di *royalties* "passive" al Comune di Dalmine (anch'esso rateizzato in 10 anni, con la previsione del pagamento di quote annue costanti pari a circa € 0,5 milioni).

Gli accantonamenti al Fondo Rischi e Oneri non sono deducibili fiscalmente e quindi su di essi si pagano imposte (nella forma di imposte anticipate) al momento della loro effettuazione. Allorché il relativo Fondo è utilizzato per il pagamento dei rischi manifestatesi, le imposte già versate sono detratte dal computo fiscale dell'esercizio in questione. Nello specifico caso di Rea Dalmine S.p.A., le imposte recuperabili a tal fine sono pari a € 2,2 milioni (24% di IRES x € 9,1 milioni relativi al Fondo Rischi e Oneri per controversie legali).

Inoltre, ai fini IAS l'azienda potrà recuperare imposte per circa € 0,1 milioni per effetto della realizzazione di un'operazione in derivati che ha generato al tempo imposte anticipate per il medesimo importo.

L'azienda presenta infine debiti finanziari per il finanziamento mediante *leasing* di alcuni cespiti; in applicazione del principio contabile internazionale IFRS 16, i cespiti sono riportati in attivo di Stato Patrimoniale (è implicita l'assunzione del loro riscatto) ed il relativo debito finanziario contratto nel passivo di Stato Patrimoniale ed in Conto Economico sono registrate le rate di interessi e capitale. Nello specifico caso di Rea Dalmine S.p.A., dette rate non sono state oggetto di registrazione in Conto Economico e conseguentemente non sono state incluse nel computo dei flussi di cassa operativi. Ciò implica che la PFN aziendale deve tener conto in sottrazione di -€ 1,16 milioni riconducibili al debito finanziari per *leasing*.

Alla luce di quanto sopra, l'*Equity Value* di Rea Dalmine S.p.A. - per effetto di questi ulteriori aggiustamenti - diventa pari a € 102,4 milioni.

4.1.4 La valutazione di Enval S.p.A. con il metodo finanziario

Enval S.r.l. si occupa della gestione integrata e della valorizzazione multimateriale del ciclo dei rifiuti urbani della regione Valle d'Aosta con concessione fino al 2036. Il piano industriale di Enval S.p.A. prevede un periodo di previsione esplicita pari alla durata residua della concessione ottenuta dalla Regione Valle d'Aosta (originariamente di 17 anni), ovvero coincidente con gli esercizi 2021-2036. La valutazione di Enval S.p.A. è stata condotta ricorrendo al metodo finanziario (c.d. DCF) secondo l'approccio "*Assets Side*". Ne consegue che il tasso adottato per attualizzare tutti i flussi di cassa operativi aziendali coincide con il costo medio ponderato del capitale (c.d. WACC), pari al 5,38%. Il valore attuale dei flussi di cassa operativi (FCFO), al 31/12/2020, risulta pari a € 7,7 milioni. Ad essi deve sommarsi il valore attuale del Valore Residuo (VR) riferito quest'ultimo al 31/12/2037 (€ 0,14 milioni). Detto valore attuale di VR, al 31/12/2020, risulta essere pari a € 0,058 milioni.

L'*Enterprise Value* (EV) - dato dalla somma del valore attuale degli FCFO e del VR - è pari a € 7,8 milioni. Dall'*Enterprise Value* è sottratta la posizione finanziaria netta (PFN), pari a -€ 2,4 milioni.⁴

Infine, l'*Equity Value* di Enval S.p.A. risulta dalla seguente somma algebrica:

$$\text{Equity Value} = \text{Enterprise Value} - \text{PFN} = \\ \text{€ 7,8 milioni} + \text{€ 2,4 milioni} = \text{€ 10,2 milioni}$$

4.1.5 La valutazione di Rifuture S.r.l. con il metodo finanziario

Rifuture S.r.l. sarà attiva, a partire dal 2024, nel trattamento delle frazioni umide dei rifiuti e degli scarti verdi in provincia di Latina.

L'impianto industriale per la valorizzazione dei rifiuti finalizzata alla produzione e vendita sul mercato di biometano liquefatto e compost è realizzato negli esercizi 2022-2023, con previsione di avvio operativo nel 2024. Il piano industriale di Rifuture S.r.l. prevede, perciò, un periodo di previsione esplicita pari agli esercizi 2021-2038 (nel 2021 non è previsto alcun flusso di cassa). La valutazione di Rifuture S.r.l. è stata condotta ricorrendo al metodo finanziario (c.d. DCF) secondo l'approccio "*Assets Side*". Ne consegue che il tasso adottato per attualizzare tutti i flussi di cassa operativi aziendali coincide con il costo medio ponderato del capitale (c.d. WACC), pari al 5,38%. Il valore attuale dei flussi di cassa operativi (FCFO), al 31/12/2020, risulta pari a - € 2,9 milioni. I flussi di cassa operativi ricomprendono anche gli incentivi statali ottenuti in virtù della produzione di fonti di energia rinnovabile (biometano liquefatto).

Come è prassi nell'implementazione di un modello di DCF, nel periodo di previsione sintetica (dal 2026 in poi per un tempo infinito) Rifuture S.r.l. è considerata quale entità operante in "*going-concern*" in grado di generare un flusso di cassa operativo *perpetuo*. Detto flusso è ottenuto eguagliandolo all'FCFO previsto nell'esercizio precedente (2038). Quest'ultimo flusso di cassa è poi stato fatto crescere su base perpetua ad un tasso di lungo termine $g = 2,7\%$. Tale tasso di crescita di lungo termine è stato ottenuto calcolando il "tasso di crescita annuo composto" (c.d. *Compound Annual Growth Rate; CAGR*) dei ricavi delle vendite da servizi di "*waste collection, treatment and disposal*" previsti per il mercato italiano negli anni 2016-2025 (fonte: Statista su dati Eurostat, luglio 2021). Il flusso di cassa *perpetuo* è perciò stimato, alla data del 31/12/2039, in misura pari a € 1,0 milioni. Tale valore corrisponde al c.d. *Terminal Value* di Rifuture S.r.l. Il valore attuale del *Terminal Value*, al 31/12/2020, è stimato - utilizzando il WACC quale tasso di sconto - pari a € 14,5 milioni. L'*Enterprise Value* (EV) di Rifuture S.r.l., al 31/12/2020, risulta pari a € 11,7 milioni (calcolato quale somma del valore attuale degli FCFO e del *Terminal Value*). Dall'*Enterprise*

⁴ PFN di Enval S.p.A.:

	31/12/2020
Debiti fin.	-
Crediti fin.	-
Cassa	2.411.421
<hr/>	
PFN	(2.411.421)
<hr/>	

Value è sottratta la posizione finanziaria netta (PFN), la quale, tuttavia, in questo specifico caso risulta pari a € 0,0 milioni.

Ne consegue che l'*Equity Value* di Rifuture S.r.l. risulta dalla seguente somma algebrica:

$$\begin{aligned} \text{Equity Value} &= \text{Enterprise Value} - \text{PFN} = \\ &€ 11,7 \text{ milioni} - € 0 \text{ milioni} = \mathbf{€ 11,7 \text{ milioni}} \end{aligned}$$

4.1.6 La valutazione del compendio "core" e del "compendio conferito totale" con il metodo finanziario

La valutazione del compendio c.d. "core" è effettuata ricorrendo all'approccio di somma delle parti (c.d. "Sum of the Parts", SoP), il quale consiste nel sommare algebricamente gli equity value delle singole aziende oggetto di conferimento, prevedendo eventuali aggiustamenti derivanti dalla definizione del perimetro dell'operazione.

Più specificatamente, il valore del compendio "core" discende dalla somma algebrica degli equity value delle tre principali aziende operative di GTH - Gea S.r.l. (G), Indeco S.r.l. (I), Rea Dalmine S.p.A. (D), conferite da GTH ad ATH per il 100% - dai quali si sottraggono gli importi contabili (al 31/12/2020) dei crediti finanziari "infragrupo" che ciascuna delle tre aziende di cui sopra vanta appunto nei confronti di altre aziende ricomprese nel gruppo GTH. Ciò al fine di neutralizzare gli effetti che detti crediti finanziari - inclusi nelle PFN delle singole aziende valutate con il metodo finanziario - altrimenti produrrebbero post-conferimento in quanto "partite infragrupo". Detti effetti sono di ordine finanziario e legati al fatto che lo *stock* dei crediti in parola non è atto a tradursi in cassa poiché trattasi di poste contabili "infragrupo". In altri termini, per esempio, i debiti di GTH verso Gea o verso Indeco possono essere liquidati solo "a chiamata", se necessario per ragioni operative. In particolare, deve notarsi che la partecipazione di GTH in Rea Dalmine conferita ad ATH risulta dalla somma delle partecipazioni che Gea ed Indeco rispettivamente possiedono per il 72,2% (R) e 27,8% (I). Ne consegue che - come mostrato nella Tavola 1 - **il valore del compendio "core" G + I + R risulta pari a € 70,6 milioni:**

Tavola 1 – Valore del Compendio Conferito Totale basato sulla tecnica valutativa del DCF

Equity Value Gea (G)	17.202.453 €
Equity Value Indeco (I)	-4.920.961 €
Equity Value Rea Dalmine (R)	102.409.102 €
Crediti Finanziari (Gea)	-15.762.700 €
Crediti Finanziari (Indeco)	-19.151.919 €
Crediti Finanziari (Rea Dalmine)	-9.162.647 €
G + I + R	70.613.328 €

Al fine di pervenire alla stima del valore del “compendio conferito totale” - come già anticipato - devono essere operati alcuni aggiustamenti che discendono dalla definizione del perimetro complessivo dell’operazione di conferimento da GTH ad ATH.

I primi due importanti aggiustamenti da operare riguardano l’aggiunta nell’ambito del perimetro dei valori della partecipazione che Rea Dalmine S.p.A. detiene per il 51% in Enval S.p.A. e delle partecipazioni che Rea Dalmine S.p.A. e Gea S.r.l. detengono rispettivamente per il 30% in Rifuture S.r.l. Detti valori, espressi nella forma di *equity value*, sono stimati calcolando il 51% dell’*equity value* di Enval (**€ 5,2 milioni**) e il 60% dell’*equity value* di Rifuture (**€ 7,0 milioni**). Gli *equity value* presi a riferimento per Enval e Rifuture sono quelli stimati con il metodo finanziario, così come sopra rappresentati.

Un altro importante aggiustamento da apportare al valore dell’*equity* del compendio “core” discende dal fatto che nel perimetro del compendio conferito totale rientra altresì la partecipazione al 100% di GTH in Aimeri S.r.l. in liquidazione. L’aggiustamento in questione risulta pari a -**€ 5,3 milioni**, quale somma algebrica del patrimonio netto negativo della società (- € 9,7 milioni) e di crediti per un ammontare pari a € 4,3 milioni che GTH vanta nei confronti della società cui GTH stessa rinuncia: - € 9,7 milioni + € 4,3 milioni = - € 5,3 milioni.

Un ulteriore aggiustamento consiste nel considerare, in detrazione del valore dell’*equity* del compendio “core”, il fatto che in data 24/02/2021 GTH ha acceso un debito finanziario (di natura bancaria) per un importo pari a - **€ 3,0 milioni**, che risulta oggetto di conferimento ad ATH nell’ambito della presente operazione.⁵

Un ulteriore aggiustamento effettuato ricomprende il saldo netto di operazioni infragruppo relative al rapporto esistente tra Gea e GTH: pre-conferimento, GTH - detenendo una partecipazione del 100% in Gea - avrebbe diritto al dividendo pari ad € 5,9 milioni che l’Assemblea dei Soci di Gea ha deliberato in luglio 2021 a favore di GTH stessa; nel contempo, Gea vanta un credito finanziario verso GTH per € 5,7 milioni. Nel contesto della

⁵ Il debito di € 3 milioni deve essere rimborsato in 48 mesi + 6 mesi di preammortamento e prevede un tasso pari allo 0,903% (Euribor + spread di 1,45%).

presente operazione, GTH rinuncia al percepimento del dividendo e Gea rinuncia alla riscossione del credito finanziario verso GTH. Ne consegue un saldo netto pari a - € **0,2 milioni** che Gea deve pagare a GTH.

Un altro aggiustamento che contribuisce alla definizione del perimetro complessivo dell'operazione di conferimento riguarda crediti per un importo netto pari a € **2,5 milioni** che Rea Dalmine vanta nei confronti di GTH. Detto importo netto risulta dall'esistenza nel bilancio di Rea Dalmine di crediti commerciali verso GTH per € 4,0 milioni e di debiti per consolidato fiscale per € 1,5 milioni che Rea Dalmine presenta nei confronti di GTH.

Un altro aggiustamento da effettuarsi concerne i crediti che Rea Dalmine vanta nei confronti di Aimeri S.r.l. in liquidazione per € **1,9 milioni** che GTH si impegna (con dichiarazione formale al liquidatore) a pagare in luogo di Aimeri stessa al fine di accelerare la chiusura del citato procedimento liquidatorio.

Un altro aggiustamento che deve essere operato discende dai progetti di scissione, propedeutici alla realizzazione della presente operazione, risultanti nel trasferimento di alcuni asset da parte di Gea e Rea Dalmine rispettivamente a favore di GTH. Il primo progetto di scissione prevede che Gea trasferisca a GTH crediti commerciali vantati nei confronti di Aimeri S.r.l. in liquidazione per un ammontare pari a - € **1,34 milioni**; il secondo progetto di scissione prevede che Rea Dalmine trasferisca a GTH crediti commerciali vantati nei confronti di Alfa Alfa S.r.l. (partecipata al 100% da GTH) per un importo pari a - € **2,13 milioni**.

Un ultimo aggiustamento operato per la definitiva determinazione del perimetro di conferimento consiste nel sommare i valori della partecipazione che Gea detiene al 100% in La Riccia Srl per un importo pari a € **0,74 milioni** e della partecipazione che Gea detiene al 60% in Evoluzione Ambiente Srl per un importo pari a € **0,024 milioni**, che - per effetto del conferimento integrale di Gea ad ATH - devono ricomprendersi nel "compendio conferito totale".

Il valore netto complessivo degli aggiustamenti di cui sopra risulta pari a € 5,4 milioni.

Come rappresentato nella Tavola 2 che segue - sommando il valore del compendio "core" G + I + R, pari a € 70,6 milioni, al valore netto complessivo degli aggiustamenti operati, pari a € 5,4 milioni - si ottiene - applicando l'approccio della somma delle parti (SoP) - il **valore del "compendio conferito totale"** che risulta pari a circa € **76,0 milioni**.

Tavola 2 – Valore del Compendio Conferito Totale basato sulla tecnica valutativa del DCF

Equity Value Gea (G)	17.202.453 €
Equity Value Indeco (I)	-4.920.961 €
Equity Value Rea Dalmine (R)	102.409.102 €
Crediti Finanziari (Gea)	-15.762.700 €
Crediti Finanziari (Indeco)	-19.151.919 €
Crediti Finanziari (Rea Dalmine)	-9.162.647 €

G + I + R = Compendio "Core" 70.613.328 €

Partecipazione 51% Enval di Rea Dalmine	5.191.353 €
Partecipazione 30% Rifuture di Rea	3.500.739 €
Partecipazione 30% Rifuture di Gea	3.500.739 €
Partecipazione 60% Rifuture	7.001.477 €
Partecipazione AIMERI in liquidazione	-5.341.659 €
Debito Bancario GTH trasferito ad ATH	-3.000.000 €
Crediti fin. non-core Gea v/ GTH	5.700.000 €
Dividendi post 31/12/2020 Gea v/ GTH	-5.900.000 €
Crediti Rea v/ GTH	2.499.201 €
Crediti Rea Dalmine v/ Aimeri Srl	1.931.705 €
Crediti comm. Gea v/ Aimeri Srl	-1.340.561 €
Crediti fin. Rea Dalmine v/ Alfa Alfa Srl	-2.133.379 €
Partecipazione di Gea in La Riccia Srl	740.000 €
Partecipazione di Gea in Evoluzione Ambiente Srl	24.000 €

Equity Value "Compendio Conferito Totale" 75.985.466 €

4.1.7 Analisi di Sensitivity

Al fine di fornire un *range* di valori del "compendio conferito totale" che consenta di orientare con un certo grado di flessibilità le determinazioni del CPC, è stata condotta un'analisi di *sensitivity* basata sulle variazioni di due parametri fondamentali propri del metodo finanziario applicato nelle valutazioni dei singoli rami operativi oggetto di conferimento da GTH ad ATH, così come sopra rappresentate. Detti parametri sono il costo medio ponderato del capitale (c.d. WACC) e il tasso di crescita di lungo termine (g) utilizzato per la stima del *Terminal Value*. Tuttavia, dei due citati parametri il WACC è riferibile a tutte e cinque le valutazioni con DCF effettuate per la stima dei valori di *equity* dei rami operativi conferiti da GTH ad ATH, mentre il tasso g è riconducibile alla sola valutazione con DCF del ramo operativo consistente in Rea Dalmine. Detta ultima scelta è dettata non solo dal fatto che il computo del *Terminal Value* ha riguardato le sole valutazioni di Rea Dalmine e Rifuture, ma soprattutto dal fatto che il valore dell'*equity* di Rea Dalmine pesa per l'83% sul valore complessivo della somma delle parti ("SoP"), intesa quale somma dei valori *stand-alone* dei cinque rami⁶ rientranti nel compendio conferito totale.⁷

Nell'ambito dell'analisi di *sensitivity* (Tavola 3), è stata evidenziata la porzione di essa riferibile ad un range ristretto di valori dell'*equity* del compendio conferito totale (al netto degli aggiustamenti che discendono dalla definizione del perimetro complessivo dell'operazione di conferimento da GTH ad ATH). In detto *range* ricade il **valore dell'*equity* del "compendio conferito totale"** puntualmente stimato in circa **€ 76,0 milioni** cui si è addivenuti mediante l'applicazione del metodo finanziario (c.d. DCF) precedentemente descritta (WACC = 5,38%; g = 0,40%). L'analisi di *sensitivity* permette di individuare un *range* ristretto di valori dell'*equity* del "compendio conferito totale" pari a: **valore minimo: € 70,1 milioni; valore massimo: € 84,4 milioni**, con la previsione di un **valore medio** (tra minimo e massimo) pari a **€ 77,3 milioni**.⁸

Tavola 3 - Analisi di Sensitivity

		Long-Term Growth Rate (g)				
		0,20%	0,30%	0,40%	0,50%	0,60%
WACC	5,10%	80.201.601	82.673.750	85.251.096	87.940.501	90.749.436
	5,20%	76.999.661	79.363.913	81.826.675	84.394.236	87.073.430
	5,38%	71.525.199	73.711.432	75.985.466	78.352.698	80.818.978
	5,50%	68.066.683	70.144.626	72.304.057	74.549.866	76.887.340
	5,60%	65.292.884	67.286.298	69.356.381	71.507.645	73.744.959

⁶ Enva è considerata al 51% e Rifuture al 60%.

⁷ Il peso del valore dell'*equity* di Rifuture su base *stand-alone* sul valore complessivo del compendio conferito totale risulta, infatti, solo pari al 4,9%.

⁸ Si noti che il valore medio dell'*equity* del compendio conferito totale risultante dalla media dei nove valori rientranti nel *range* ristretto di *sensitivity* è pari a **€ 76,7 milioni**.

4.2 Seconda tecnica valutativa: metodo dei multipli

La valutazione del “compendio conferito totale”, costituito dai 5 rami aziendali riconducibili a GTH e conferiti ad ATH (al netto degli aggiustamenti discendenti dalla definizione del perimetro complessivo dell’operazione) è stata altresì condotta applicando, quale **metodologia di controllo**, la tecnica dei multipli, ovvero la c.d. *Relative Valuation*.

Il campione delle aziende comparabili a GTH è stato selezionato raccogliendo i dati da due diverse fonti *Orbis (Bureau Van Dijk)* e *Refinitiv*.

Il campione iniziale si compone di **184 aziende quotate**, estratte da *Orbis*, di cui:

- **156** rientranti nel codice NACE Rev. 2 “**38 - Attività di raccolta, trattamento e smaltimento dei rifiuti; recupero dei materiali**” appartenenti alle seguenti aree: Nord America, Europa Occidentale, Europa dell’Est, Scandinavia, Medio Oriente, Estremo Oriente e Asia centrale;
- **28** rientranti nel codice NACE Rev. 2 “**39 - Attività di risanamento e altri servizi di gestione dei rifiuti**” appartenenti alle seguenti aree: Nord America, Europa Occidentale, Europa dell’Est, Scandinavia, Stati del Nord, Medio Oriente, Estremo Oriente e Asia centrale.

Mediante la sequenziale applicazione di fasi di selezione (comparabilità del modello di business, comparabilità dimensionale, soddisfacimento della relazione crescente o diretta tra valore di mercato e capacità di generazione di flussi di cassa operativi) delle 184 aziende quotate originariamente individuate si giunge alla definizione di un **campione finale di 7 aziende “comparabili”** a GTH (Tavola 4).

Tavola 4 - Campione finale delle aziende comparabili

#	Società	Paese	Mercato	EBITDA margin (%)	EV/EBITDA (31/12/2020)	EV/EBITDA L12M (x)	Price/Book Value (x) (*)
1	RENEWI PLC	Regno Unito	London Stock Exchange	10,3	6,4	6,8	1,8
2	US ECOLOGY, INC.	USA	NASDAQ National Market	17,7	11,4	11,1	1,9
3	SECHE ENVIRONNEMENT	Francia	Euronext Paris	18,4	6,1	7,0	1,2
4	LASSILA & TIKANOJA OYJ	Finlandia	Nasdaq OMX - Helsinki	10,3	9,3	7,3	3,0
5	GROUPE PIZZORNO ENVIRONNEMENT	Francia	Euronext Paris	15,7	4,5	5,9	1,2
6	GRINO ECOLOGIC S.A.	Spagna	Bolsa de Valencia	17,4	8,7	9,5	1,9
7	IBOKIN CO LTD	Giappone	Tokyo Stock Exchange	9,5	5,7	8,8	1,2
Media				14,2	7,4	8,1	1,8

(*) valore medio del 2020

La valutazione del compendio c.d. “*core*” con il metodo dei multipli è basata sui valori medi dei multipli EV/EBITDA relativi al campione finale di sette aziende comparabili. Detta valutazione è condotta con il multiplo medio EV/EBITDA riferito al dicembre 2020 e con il multiplo medio EV/EBITDA c.d. L12M⁹ - determinato quale media dei multipli delle sette aziende comparabili riferiti al periodo “rolling” novembre 2020-novembre 2021 - e quindi considerabile in ottica “forward-looking”. In entrambe le valutazioni, l’EBITDA considerato è di natura “aggregata”, calcolato in modo da riferirlo al compendio “*core*” esteso ai due

⁹ L12M = Last 12 Months.

ulteriori rami aziendali di Enval e Rifuture (tenendo conto delle rispettive percentuali di partecipazione) secondo la logica dell'approccio della somma delle parti ("SoP"). In particolare, si noti che gli EBITDA 2020 e 2021 di Gea ed Indeco sono stati ulteriormente aggiustati "in positivo" per tener conto (e dunque neutralizzarne l'effetto) degli accantonamenti effettuati (nei singoli esercizi) per la costituzione progressiva dei Fondi Rischi e Oneri relativi alla gestione post-operativa degli invasi di proprietà.¹⁰ Nella valutazione riferita al dicembre 2020, l'EBITDA considerato è quello al 31/12/2020 (per tutte le aziende coinvolte), pari a € 17,8 milioni; nella valutazione in ottica "forward-looking", l'EBITDA considerato è quello atteso al 31/12/2021, pari a € 20,4 milioni.

Una volta ottenuto l'*Enterprise Value* del compendio "core", esso è aggiustato sottraendovi il valore attuale dei flussi GPO (laddove esistenti; cfr. Gea e Indeco). Tale aggiustamento trasforma l'*Enterprise Value* in un *Enterprise Value* "Adjusted". Per ottenere l'*Equity Value* del compendio "core" viene tipicamente sottratta la posizione finanziaria netta (PFN), già depurata dei crediti finanziari (il cui effetto deve essere neutralizzato, come già effettuato nell'applicazione del metodo finanziario). Dopodiché, l'*Equity Value* del compendio conferito totale è ottenuto sommando algebricamente al valore dell'*equity* del compendio "core" l'insieme degli aggiustamenti (già considerati nell'applicazione del metodo finanziario) che discendono dalla definizione del perimetro complessivo dell'operazione di conferimento da GTH ad ATH.

Qui di seguito si riporta, per coerenza con i valori ottenuti mediante applicazione del metodo finanziario, la sola valutazione condotta con il multiplo medio EV/EBITDA c.d. L12M in ottica "forward-looking" (novembre 2021). Il multiplo medio EV/EBITDA del campione finale di 7 aziende comparabili da utilizzare risulta pari a **8,1x**. Ne consegue che il valore del compendio "core" (*Enterprise Value*) oggetto di conferimento da GTH ad ATH risulta pari a circa **€ 165,0 milioni**.

$$W_T = \left(\frac{EV}{EBITDA} \right)_S \times EBITDA_T \quad \longrightarrow \quad 8,1 \times € 20.374.098 = € 165.030.190$$

All'*Enterprise Value* del compendio "core" occorre apportare l'aggiustamento riferito al valore attuale dei flussi GPO (-€ 74,8 milioni); pertanto, l'*EV* "Adjusted" risulta pari a circa **€ 90,3 milioni**. L'*Equity Value* del compendio "core" si ottiene sottraendo la posizione finanziaria netta (PFN) aggregata. L'*Equity Value* risulta pari a circa **€ 60,9 milioni**.

$$W_T = \left(\frac{EV}{EBITDA} \right)_S \times EBITDA_T - D_T \quad \longrightarrow \quad € 90.260.160 - € 29.356.756 = € 60.930.404$$

Sommando algebricamente gli aggiustamenti relativi alla definizione del perimetro complessivo dell'operazione di conferimento, si ottiene il valore dell'*equity* del "compendio conferito totale" pari a circa **€ 66,3 milioni** (Tavola 5).

¹⁰Agli EBITDA 2020 di Gea ed Indeco sono stati sommati rispettivamente € 447.873 e € 733.287; all'EBITDA 2021 di Gea sono stati sommati € 1.436.889. Si noti che, a partire dall'esercizio 2021, Indeco non effettua più accantonamenti di questa natura.

Tavola 5 – Valutazione del Compendio Conferito Totale con il metodo dei multipli (ottica “forward-looking”)

EV/EBITDA	8,1
[media campione]	
EBITDA 2021	20.374.098
Enterprise Value (EV = W) [Compendio "Core"]	165.030.190
Valore Attuale Fondi GPO @ Rf	-74.770.030
Enterprise Value "Adjusted"	90.260.160
Posizione Finanziaria Netta	29.356.756
Equity Value (Compendio "Core")	60.903.404
Partecipazione 51% Enval di Rea Dalmine	5.191.353
Partecipazione 30% Rifuture di Rea	3.500.739
Partecipazione 30% Rifuture di Gea	3.500.739
Partecipazione 60% Rifuture	7.001.477
Partecipazione AIMERI in liquidazione	-5.341.659
Debito Bancario GTH trasferito ad ATH	-3.000.000
Crediti fin. non-core Gea v/ GTH	5.700.000
Dividendi post 31/12/2020 Gea v/ GTH	-5.900.000
Crediti Rea v/ GTH	2.499.201
Crediti Rea Dalmine v/ Aimeri Srl	1.931.705
Crediti comm. Gea v/ Aimeri Srl	-1.340.561
Crediti fin. Rea Dalmine v/ Alfa Alfa Srl	-2.133.379
Partecipazione di Gea in La Riccia Srl	740.000
Partecipazione di Gea in Evoluzione Ambiente Srl	24.000
Totale "Aggiustamenti/Trasferimenti Infra-Gruppo"	5.372.138
Equity Value ("Compendio Conferito Totale")	66.275.542

PROF. FRANCESCO BALDI
ASSOCIATO DI FINANZA AZIENDALE
UNIVERSITÀ DEGLI STUDI DI TORINO

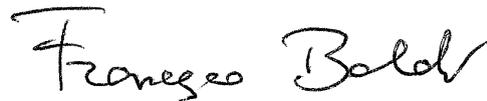
5. Conclusioni

In conclusione, sulla base di quanto sopra rappresentato e all'esito delle analisi effettuate, lo scrivente è dell'opinione che, alla data del Parere, il valore di conferimento in natura delle attività operative nel settore ambientale di GTH alla società controllata ATH - da realizzarsi nell'ambito della complessiva Operazione di integrazione societaria e aziendale tra le stesse società finalizzata a concentrare in ATH i citati rami - sia congruo.

Nel ringraziare per la fiducia accordata, si porgono distinti saluti.

Roma, 12 novembre 2021

Francesco Baldi

A handwritten signature in black ink, reading "Francesco Baldi". The signature is written in a cursive style with a large initial 'F' and a checkmark-like flourish at the end.