



**DOCUMENTO INFORMATIVO RELATIVO AD OPERAZIONI DI MAGGIORE
RILEVANZA CON PARTI CORRELATE**

relativo all'acquisizione del 60% del capitale sociale di Pac Pejo S.r.l.,

redatto ai sensi dell'art. 11 della procedura per le operazioni con parti correlate
approvata dal Consiglio di Amministrazione di Iniziative Bresciane – INBRE – S.p.A.

Il presente Documento Informativo è a disposizione del pubblico presso la sede sociale di Iniziative Bresciane – INBRE – S.p.A. e sul sito *internet* della società (www.iniziativebrescianespa.it).

PREMESSA	3
1. AVVERTENZE	3
1.1. Rischi connessi ai potenziali conflitti di interessi derivanti dall'Operazione	3
2. INFORMAZIONI RELATIVE ALL'OPERAZIONE	3
2.1 Descrizione delle caratteristiche, modalità, termini e condizioni dell'Operazione	3
2.2 Indicazione delle parti correlate con cui l'Operazione è stata posta in essere, della natura della correlazione e, ove di ciò sia data notizia all'organo di amministrazione, della natura e della portata degli interessi di tali parti nell'Operazione.	4
2.3 Indicazione delle motivazioni economiche e della convenienza dell'Operazione per la Società	4
2.4 Modalità di determinazione del corrispettivo dell'Operazione e valutazioni circa la sua congruità rispetto ai valori di mercato di operazioni similari	5
2.5 Illustrazione degli effetti economici, patrimoniali e finanziari dell'Operazione	5
2.6 Incidenza sui compensi dei componenti dell'organo di amministrazione della Società e/o di società da questa controllate in conseguenza dell'Operazione	5
2.7 Eventuali componenti degli organi di amministrazione e di controllo, direttori generali e dirigenti della Società coinvolti nell'Operazione.	6
2.8 Indicazione degli organi o degli amministratori che hanno condotto o partecipato alle trattative	6
2.9 Se la rilevanza dell'Operazione deriva dal cumulo di più operazioni compiute nel corso dell'esercizio con una stessa parte correlata, o con soggetti correlati sia a quest'ultima sia alla Società, le informazioni indicate nei precedenti punti devono essere fornite con riferimento a tutte le predette operazioni	6

PREMESSA

Il presente documento informativo (di seguito il “**Documento Informativo**”) è stato predisposto da Iniziative Bresciane – INBRE – S.p.A. (di seguito la “**Società**” o “**INBRE**”) ai sensi dell’art. 2 del Regolamento AIM Italia / Mercato Alternativo del Capitale – Parti Correlate 2012, contenente le Disposizioni in tema di Parti Correlate (le “**Disposizioni**”), nonché dell’art. 11 della procedura per le operazioni con parti correlate approvata dal Consiglio di Amministrazione di INBRE del 30 giugno 2014 e adottata dalla Società (di seguito la “**Procedura**”).

Il presente Documento Informativo è stato predisposto in relazione all’operazione di acquisizione (di seguito l’“**Operazione**”) del 60% del capitale sociale di Pac Pejo S.r.l., con sede legale in Bolzano, codice fiscale e partita IVA 02868150216 (di seguito “**Pac Pejo**”), approvata dal Consiglio di Amministrazione di INBRE in data 23 giugno 2017.

Nell’ambito dell’Operazione, la natura della correlazione è identificabile nella circostanza che il rapporto in questione ha come parti, da un lato, INBRE e, dall’altro, il vicepresidente del Consiglio di Amministrazione di INBRE, ing. Riccardo Parolini, – socio di Pac Pejo, congiuntamente a Mario Parolini (i “**Venditori**”) – che, alla data del Documento Informativo, detengono una partecipazione pari al 40% del capitale sociale di Pac Pejo (e che detenevano il 100% del capitale sociale precedentemente all’esecuzione dell’Operazione).

L’Operazione inoltre, si configura come “*operazione di maggiore rilevanza*” ai sensi dell’allegato 2 delle Disposizioni.

Il presente Documento Informativo, pubblicato in data 30 giugno 2017, è a disposizione del pubblico presso la sede legale della Società in Breno (BS), Piazza Vittoria, n. 19 e sul sito *internet* della Società (www.iniziativebrescianspa.it) nella sezione *Investor Relations*.

1. AVVERTENZE

1.1. Rischi connessi ai potenziali conflitti di interessi derivanti dall’Operazione

In relazione all’Operazione non si segnalano, alla data del Documento Informativo, ulteriori rischi o situazioni di potenziale conflitto di interessi diversi da quelli tipici delle operazioni con parti correlate.

A tale proposito, il comitato per le operazioni con parti correlate, costituito dagli amministratori Sergio Caggia e Carlo Gorio, qualificati come indipendenti ai sensi dell’articolo 148, comma terzo, del D.Lgs. n. 58/1998, così come stabilito dall’articolo 2.1 della Procedura (il “**Comitato Parti Correlate**”), è stato chiamato ad esprimersi, ai sensi degli articoli 4.7 e 5 della Procedura, ed è stato informato dei termini e delle condizioni dell’Operazione, nonché coinvolto nella fase istruttoria e nelle trattative attraverso la ricezione di un flusso di informazioni tempestivo ed adeguato e in data 19 giugno 2017 ha rilasciato il proprio parere favorevole in merito all’Operazione, allegato al presente Documento Informativo *sub Allegato 1*.

2. INFORMAZIONI RELATIVE ALL’OPERAZIONE

2.1 Descrizione delle caratteristiche, modalità, termini e condizioni dell’Operazione

L’Operazione consiste nell’acquisizione da parte di INBRE del 60% del capitale sociale di Pac Pejo.

Pac Pejo è parte, in qualità di associata, di un contratto di associazione in partecipazione stipulato con il Comune di Peio (TN), in qualità di associante, avente ad oggetto la realizzazione ed esercizio fino al 31/12/2039 di due centrali idroelettriche site nel Comune di Peio, denominate “Masi di Contra” e “Maso Castra”, ed è beneficiaria di parte dei proventi derivanti dalla loro gestione. In particolare, ai sensi del contratto di associazione in partecipazione, Pac Pejo vanta un diritto nella misura del 57,95% dei proventi netti derivanti dall’attività di produzione e vendita dell’energia prodotta dalle centrali idroelettriche.

Il contratto preliminare di compravendita delle quote sociali (il “**Contratto**”) nonché il rogito di compravendita dinanzi al Dott. Alessandro Seriola, Notaio in Breno, sono stati sottoscritti

in data 23 giugno 2017, a seguito di deliberazione favorevole adottata dal Consiglio di Amministrazione di INBRE riunitosi in pari data.

Il corrispettivo della compravendita è stato fissato in Euro 6 milioni, di cui Euro 3,2 milioni corrisposti il 26 giugno 2017 ed Euro 2,8 milioni da pagarsi entro il 30 aprile 2018.

Il Contratto prevede, oltre alle usuali dichiarazioni e garanzie rilasciate dai Venditori (come, ad esempio, la titolarità delle partecipazioni, la correttezza e completezza dei bilanci, l'assenza di contenziosi, l'ottemperanza a leggi e regolamenti, *etc.*), talune dichiarazioni e garanzie specifiche in relazione alle condizioni dell'Operazione e alle caratteristiche di Pac Pejo (quali, ad esempio, quelle relative al contratto di associazione in partecipazione) nonché l'obbligo dei Venditori di indennizzare ogni passività che INBRE dovesse subire per effetto di qualunque atto, fatto, evento o circostanza che sia difforme da quanto dichiarato e garantito dai Venditori.

In forza del Contratto, entrambe la parti – oltre ad aver pattuito di apportare talune modifiche allo statuto e alla *governance* di Pac Pejo – si sono impegnate, in misura proporzionale alle quote rispettivamente possedute, ad erogare taluni finanziamenti a favore di Pac Pejo.

2.2 Indicazione delle parti correlate con cui l'Operazione è stata posta in essere, della natura della correlazione e, ove di ciò sia data notizia all'organo di amministrazione, della natura e della portata degli interessi di tali parti nell'Operazione

INBRE e Pac Pejo sono da considerarsi parti correlate in quanto l'ing. Riccardo Parolini, socio di Pac Pejo, riveste la carica di vicepresidente del Consiglio di Amministrazione di INBRE.

2.3 Indicazione delle motivazioni economiche e della convenienza dell'Operazione per la Società

In relazione alle motivazioni economiche e alla convenienza dell'Operazione per la Società, il Consiglio di Amministrazione ha ritenuto, che le alee e i rischi d'impresa classici di una nuova iniziativa idroelettrica sono stati nel caso di Pac Pejo, se non superati, certamente minimizzati in quanto (i) non esiste il rischio di costruzione (l'opera è infatti completata e collaudata); (ii) sono stati raggiunti rendimenti di impianto superiori a quelli richiesti, con beneficio economico per Pac Pejo nel riparto delle risorse; (iii) il *pool* di banche finanziatrici ha completato l'erogazione del mutuo giudicando garantita la restituzione dai flussi di incassi energetici e ponendo ipoteca sulle proprietà di Pac Pejo; (iv) il GSE ha ratificato con due convenzioni il sistema di incentivazione *ex post* ed ha messo a regime la regolazione mensile dei pagamenti riferiti all'incentivazione; (v) il rischio idrologico è minimizzato dai dati storici della centrale di Cogolo a monte, da cui si deriva acqua per le due centrali di Pac Pejo. Si segnala inoltre che, la determina 82 del 23 giugno 2016 del dirigente del Servizio Gestione Risorse Idriche ed Energetiche stabilisce, al punto 6, che il limite volumetrico stabilito vada quantificato non come valore massimo annualmente utilizzabile nell'impianto, ma piuttosto sia da intendersi come volume medio utilizzabile annualmente nel medio periodo (statisticamente stimabile almeno nel decennio); e (vi) il rischio di variabilità dei tassi di interesse è stato coperto da opportuni contratti *swap* per il 70% del valore.

Il Consiglio di Amministrazione ha altresì rilevato che l'Operazione, in ragione dei termini e condizioni e della tempistica di esecuzione, potrà consentire alla Società un vantaggio economico e di mercato in termini di (i) posizionamento strategico nella Provincia di Trento, ampliando la presenza territoriale di INBRE in una delle provincie idroelettricamente più importanti, attive e di difficile penetrazione; (ii) raggiungimento entro il 2018 degli obiettivi di crescita per potenza installata e produzione media annua consolidata; e (iii) integrazione nel portafoglio centrali di due impianti la cui produzione è "disponibile" per il mercato libero e "pregiata" in quanto prodotta nelle ore di picco di valore.

Inoltre la realizzazione dell'Operazione, consentirà ad INBRE di (i) incrementare la potenza

utilizzata per la produzione di energia del Gruppo⁽¹⁾ di 12MW, pari al 43,79% della potenza installata del Gruppo al 31 dicembre 2016 (27,4 MW), con due centrali idroelettriche attualmente in funzione che beneficiano della tariffa incentivata di Euro 129 per MWh; (ii) prolungare la durata media del portafoglio concessioni idroelettriche del Gruppo con due centrali con tariffa incentivata per 25 anni; (iii) diversificare la presenza geografica del Gruppo, concentrata nelle Province di Brescia, Bergamo e Cremona (Regione Lombardia) e (iv) accelerare nel progetto di sviluppo del Gruppo che, coerentemente con quanto comunicato agli investitori in occasione della quotazione di INBRE sul mercato AIM Italia nel luglio del 2014, prevedeva la crescita sia per linee interne, da realizzare sviluppando nuove concessioni, sia per linee esterne, tramite selezionate acquisizioni.

In merito ai potenziali rischi derivanti dall'Operazione per la Società, non sono stati identificati particolari rischi.

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

L'organo amministrativo della Società ha condotto una preliminare analisi interna sulla convenienza e sulla fattibilità dell'Operazione, cui ha fatto seguito, come illustrato nel successivo paragrafo 2.8, una ulteriore attività istruttoria propedeutica al perfezionamento dell'Operazione, diretta ad approfondire l'opportunità e la convenienza della stessa, in coordinamento con il Comitato Parti Correlate.

Le valutazioni circa la congruità del corrispettivo da corrispondere ai Venditori per l'acquisizione del 60% del capitale sociale sono state condotte avendo riguardo al valore del capitale economico (*equity value*) attribuibile al 60% delle quote di Pac Pejo, basato sulla costruzione dei flussi di cassa prospettici, a loro volta definiti sulla base di un piano pluriennale redatto dal *management* di INBRE.

A tale proposito, il Consiglio di Amministrazione di INBRE ha deliberato, in data 6 giugno 2017, di affidare l'incarico alla società di consulenza T2 Advisory S.r.l. affinché rilasciasse al Comitato Parti Correlate una *fairness opinion* sul prezzo di trasferimento proposto nell'ambito dell'Operazione. La *fairness opinion*, rilasciata in data 16 giugno 2016, è allegata al presente Documento Informativo *sub Allegato 2*.

Dalla data del conferimento dell'incarico e sino alla data del Documento Informativo non sussistono, nel contesto dell'Operazione e nei confronti di T2 Advisory S.r.l., relazioni economiche, patrimoniali e/o finanziarie tali da determinare conflitti di interesse con: (i) la Società; (ii) i soggetti che la controllano, le sue controllate o le società soggette a comune controllo con quest'ultima; e (iii) gli amministratori delle società di cui ai punti (i) e (ii) sopra richiamate.

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

L'Operazione si configura quale "*operazione di maggiore rilevanza*" tra parti correlate ai sensi del combinato disposto di cui all'articolo 2.1 della Procedura e all'allegato 2 delle Disposizioni e in quanto gli indici di rilevanza di seguito indicati, calcolati prendendo come riferimento i dati contabili della Società e di Pac Pejo al 31 dicembre 2016, risultano superiori al 5%. In particolare,

- (i) l'"*indice di rilevanza del controvalore*" della stessa Operazione risulta pari all'8,7%;
- (ii) l'"*indice di rilevanza dell'attivo*" risulta pari al 21,7%; e
- (iii) l'"*indice di rilevanza del passivo*" risulta pari al 20,7%.

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

L'Operazione non comporta alcuna variazione dei compensi dei componenti dell'organo di amministrazione della Società, né di alcuna delle società del Gruppo.

(¹) INBRE e le società da questa controllate ai sensi dell'articolo 2359, comma 1, n. 1, del codice civile, e incluse nel perimetro di consolidamento (il "**Gruppo**").

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

Nell'Operazione è coinvolto, quale parte correlata, l'ing. Riccardo Parolini, vicepresidente del Consiglio di Amministrazione di INBRE. Non sono coinvolte altre parti correlate e, in particolare, altri componenti degli organi di amministrazione e di controllo, direttori generali e dirigenti della Società.

2.8 Indicazione degli organi o degli amministratori che hanno condotto o partecipato alle trattative

Le valutazioni in merito all'Operazione, sia di natura tecnica sia relative al *business*, sono state effettuate dal Consiglio di Amministrazione della Società che, nel corso della seduta del 6 giugno 2017, ha deliberato di avviare le analisi relative ai termini e alle condizioni dell'Operazione stessa, ritenendo sussistente l'interesse della Società.

In particolare, il rag. Battista Albertani, in qualità di Presidente del Consiglio di Amministrazione della Società e il dott. Alberto Rizzi, in qualità di procuratore speciale con funzione di direttore generale della Società, hanno condotto con i soci di Pac Pejo le attività di negoziazione in merito alla definizione dei termini e condizioni del Contratto e, più in generale, dell'Operazione.

L'articolo 4.7 della Procedura, prevede che le operazioni con parti correlate siano approvate dall'organo competente previo parere motivato non vincolante del Comitato Parti Correlate, che deve esprimersi sull'interesse della Società al compimento dell'operazione, nonché sulla convenienza e correttezza sostanziale delle relative condizioni.

In data 19 giugno 2017, il Comitato Parti Correlate, in conformità alle previsioni di cui agli articoli 4.7 e 5 della Procedura, anche avvalendosi della consulenza dell'Esperto Indipendente, ha rilasciato parere favorevole sull'interesse della Società al compimento dell'Operazione, nonché sulla convenienza e correttezza sostanziale delle relative condizioni (allegato al presente Documento Informativo *sub Allegato 1*).

In pari data il Consiglio di Amministrazione della Società, rilevando l'interesse della Società al compimento dell'Operazione nonché la convenienza e la correttezza sostanziale delle relative condizioni, ha deliberato, all'unanimità dei presenti, di approvare l'Operazione e di provvedere agli adempimenti prescritti dalla Procedura.

2.9 Se la rilevanza dell'Operazione deriva dal cumulo di più operazioni compiute nel corso dell'esercizio con una stessa parte correlata, o con soggetti correlati sia a quest'ultima sia alla Società, le informazioni indicate nei precedenti punti devono essere fornite con riferimento a tutte le predette operazioni

Si precisa che la rilevanza dell'Operazione oggetto del presente Documento Informativo non deriva dal cumulo di più operazioni compiute nel corso dell'esercizio con stesse parti correlate o con soggetti correlati, né a quest'ultima, né alla Società.

* * * * *

Breno, 30 giugno 2017

ALLEGATI:

Allegato 1 **Parere del Comitato Parti Correlate**

Allegato 2 ***Fairness opinion* rilasciata da T2 Advisory S.r.l.**



PARERE DEL COMITATO PARTI CORRELATE

ai sensi delle Disposizioni in tema di Parti Correlate approvate da Borsa Italiana nel 2012 ed ai sensi degli articoli 4.7 e 5 della Procedura per le Operazioni con Parti Correlate adottata da Iniziative Bresciane – INBRE – S.p.A., relativo all'operazione di acquisizione del 60% del capitale sociale di PAC PEJO S.r.l.

PREMESSA

Il comitato per le operazioni con parti correlate (il "**Comitato**"), ai sensi degli articoli 4.7 e 5 della procedura per le operazioni con parti correlate approvata dal consiglio di amministrazione di Iniziative Bresciane – INBRE – S.p.A. (la "**Società**" o "**INBRE**") in data 30 giugno 2014 (la "**Procedura OPC**"), è stato incaricato di esprimere motivato parere non vincolante, alla luce e sulla base delle informazioni ricevute, sull'eventuale operazione di acquisizione (di seguito l'**Operazione**) del 60% del capitale sociale di PAC PEJO S.r.l., con sede legale in Bolzano, codice fiscale e partita IVA 02868150216 (di seguito "**PacPejo**").

PacPejo è parte, in qualità di associata, di un contratto di associazione in partecipazione stipulato con il Comune di Peio (TN), in qualità di associante, avente ad oggetto la realizzazione ed esercizio fino al 31/12/2039 di due centrali idroelettriche di recente costruzione, site nel Comune di Peio, denominate "Masi di Contra" e "Maso Castra", ed è beneficiaria di parte dei proventi derivanti dalla loro gestione. In particolare, in qualità di associato, PacPejo vanta un diritto agli utili nella misura del 57,95% derivanti dall'attività di produzione e vendita dell'energia prodotta, ivi compreso l'incentivo riconosciuto da Gestore Servizi Energetici – GSE S.p.A. (il "**GSE**").

Alla data odierna, il capitale sociale di PacPejo risulta detenuto per il 50% da Mario Parolini e per il 50% da Riccardo Parolini (congiuntamente, i "**Venditori**"). Conseguentemente, INBRE e PacPejo sono da considerarsi parti correlate in quanto Riccardo Parolini riveste la carica di Vicepresidente del consiglio di amministrazione di INBRE. Sotto il profilo oggettivo, l'Operazione rientrerebbe tra le "*operazioni con parti correlate*" ai sensi delle Disposizioni in tema di Parti Correlate approvate da Borsa Italiana nel 2012 (le "**Disposizioni**").

Inoltre, si precisa che l'Operazione, secondo i termini sopra riportati e sulla base delle informazioni ricevute, (i) si configurerebbe come "*operazione di maggiore rilevanza*" ai sensi delle Disposizioni e della Procedura OPC e (ii) non si configurerebbe come "*operazione significativa*" sulla base di quanto disposto dell'articolo 12 del Regolamento Emittenti AIM nonché degli indici di rilevanza stabiliti dalla Scheda Tre allegata al predetto regolamento.

Tutto quanto sopra premesso, è stato dunque preventivamente richiesto al Comitato di esprimersi sul compimento dell'Operazione. Il Comitato è formato dagli amministratori Sergio Caggia e Carlo Gorio, qualificati come indipendenti ai sensi dell'articolo 148, comma terzo, del D.Lgs. n. 58/1998, così come stabilito dall'articolo 2.1 della Procedura OPC.

FASE ISTRUTTORIA

Il Comitato ha ricevuto tutte le informazioni necessarie ad avviare un'analisi dettagliata dell'Operazione nel suo complesso, potendo, inoltre, contare sul supporto del *management* di INBRE, riscontrando trasparenza e disponibilità in merito a chiarimenti e precisazioni richieste.

Il Comitato ha, inoltre, incontrato l'*advisor* incaricato dalla Società – di cui ha accertato l'indipendenza in relazione all'Operazione – al fine di rendere un parere sui termini e sulle condizioni economiche dell'Operazione.

Il Comitato ha, infine, esaminato varie bozze del testo contrattuale disciplinante la compravendita della quota di PacPejo oggetto dell'Operazione, unitamente alla documentazione allegata, fermo restando che il testo contrattuale sarà sottoposto all'approvazione del consiglio di amministrazione della Società.

Il Comitato, nella persona di Carlo Gorio, ha effettuato un sopralluogo presso le centrali idroelettriche in esame in data 15 giugno 2017.

ANALISI E VALUTAZIONE

In merito all'"*interesse della Società al compimento dell'Operazione con Parti Correlate nonché sulla convenienza e sulla correttezza sostanziale delle relative condizioni*", ai sensi dell'art. 4.7 della Procedura OPC, il Comitato osserva quanto segue.

Il Comune di Peio è titolare di due concessioni di derivazione "in cascata" delle acque scaricate dalla centrale idroelettrica a bacino di Cogolo di proprietà della società Hydro Dolomiti Energia S.r.l. (di seguito la "**Centrale di Cogolo**").

La Centrale di Cogolo è situata nella Valle di Peio ed utilizza le acque del torrente Noce. Le opere di captazione delle acque, di derivazione e di scarico, sono ubicate nel comune di Peio.



Le due centrali costruite da PacPejo in esecuzione del contratto di associazione in partecipazione, beneficiano indirettamente sia della programmabilità sia della tariffa elettrica massimizzata. Inoltre entrambe beneficiano per 25 anni di un sistema incentivante riconosciuto dal GSE ai sensi del D.M. 06/7/2012, tale per cui l'incentivazione tariffaria complessiva è pari a 129€/MWh, con incentivo a complemento del prezzo zonale orario, se positivo. In altri termini, se il prezzo zonale orario è superiore a 129€/MWh PacPejo incassa la tariffa maggiore e il GSE garantisce che la somma tra prezzo e incentivo non sia inferiore a 129€/MWh.

Nel giudicare la proposta di acquisto delle quote sociali di PacPejo, pari al 60% del capitale sociale di quest'ultima si deve considerare che i rischi d'impresa classici di una nuova iniziativa idroelettrica sono stati, nel caso in esame, se non superati certamente minimizzati in quanto:

- non sussiste il rischio di costruzione (infatti l'opera è stata completata e collaudata);
- sono stati raggiunti rendimenti di impianto superiori a quelli richiesti, con beneficio economico per PacPejo nel riparto delle risorse;
- il *pool* di banche ha già completato l'erogazione del mutuo giudicando garantita la restituzione dai flussi di incassi energetici e ponendo ipoteca sulle proprietà dell'associante;
- il GSE ha ratificato con due convenzioni il sistema di incentivazione *ex post* ed ha messo a regime la regolazione mensile dei pagamenti riferiti all'incentivazione;
- il rischio idrologico è minimizzato dai dati storici della Centrale di Cogolo a monte da cui si deriva acqua per le due centrali di PacPejo. Inoltre la determina n. 82 del 23/05/2016 del dirigente del servizio gestione risorse idriche ed energetiche stabilisce, al punto 6, che il limite volumetrico stabilito non deve essere quantificato come valore massimo annualmente utilizzabile nell'impianto ma piuttosto sia da intendersi come volume medio utilizzabile annualmente nel medio periodo (statisticamente stimabile almeno nel decennio). Al riguardo si segnala che è stato incaricato l'ing. Riva, che ha emesso una relazione tecnico valutativa con lo scopo di fornire un'analisi idrologica con valutazione della producibilità degli impianti di Contra e Maso Castra;
- il rischio di variabilità dei tassi di interesse è stato coperto da opportuni contratti di *interest rate swap* per il 70% del valore.

Ai fini della valutazione, è stata inoltre presa in considerazione la produzione attesa e la disponibilità idraulica delle centrali.

Ciò premesso, valutando i dati di producibilità prudenziali ed i costi di esercizio e di onerosità finanziaria, il rendimento atteso per l'investimento richiesto a INBRE è stato valutato di grande interesse, anche alla luce dell'analisi di sensitività rispetto alla produzione attesa.

Si sottolinea il vantaggio economico e di mercato che INBRE potrebbe ottenere concludendo l'Operazione in termini di:

- posizionamento strategico nella Provincia di Trento, ampliando quindi la propria presenza territoriale in una delle province idroelettricamente più importanti, attive e di difficile penetrazione;
- raggiungimento, entro il 2018, degli obiettivi di crescita per potenza installata e produzione media annua consolidata;
- integrazione nel "portafoglio centrali" di due impianti la cui produzione è "disponibile" per il mercato libero e "pregiata" in quanto prodotta nelle ore di picco di valore.

Si evidenzia, inoltre, che il Comitato ha esaminato e discusso le condizioni economiche dell'Operazione e, in particolare, la congruità finanziaria del prezzo di trasferimento dell'acquisizione, anche sulla base delle considerazioni espresse nel parere redatto dalla società di consulenza T2 Advisory S.r.l.

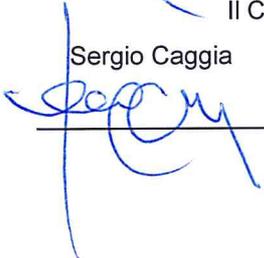
CONCLUSIONI

Il Comitato, tutto quanto sopra considerato e sulla base delle informazioni fornite, ritiene sussistenti, tenuto conto delle caratteristiche dell'Operazione, la convenienza e la correttezza sostanziale delle relative condizioni.

Il Comitato, pertanto, esprime all'unanimità parere favorevole.

Brescia, 19 giugno 2017

Il Comitato

Sergio Caggia	Carlo Gorio
	

**FAIRNESS OPINION PER IL COMITATO DEI MEMBRI
INDIPENDENTI DEL CONSIGLIO DI AMMINISTRAZIONE
DI INIZIATIVE BRESCIANE S.P.A.
SUL PREZZO DI TRASFERIMENTO PROPOSTO NELLA
PROSPETTATA OPERAZIONE DI ACQUISIZIONE DI UNA
QUOTA RAPPRESENTATIVA DEL 60% DEL CAPITALE SOCIALE
DI PAC PEJO S.R.L.**

Indice

1. Premessa e descrizione dell'operazione.....	3
1.1 Descrizione sintetica dell'operazione.....	3
2. Documentazione consultata e ipotesi di lavoro.....	4
3. Svolgimento dell'incarico e criticità del processo di analisi.....	7
4. Metodologia di valutazione.....	8
4.1 Dividend Discount Model.....	8
4.2 Il metodo dei multipli di mercato.....	9
4.3 Il metodo delle transazioni comparabili.....	10
5. Risultati	10
5.1: DDM.....	10
5.1.1 Il piano industriale 2017-2039 di PAC Pejo S.r.l.	10
5.1.2 Il Costo opportunità del capitale di rischio.....	13
5.1.3 Risultati	14
5.2: Multipli impliciti	15
5.3: Transazioni comparabili	16
6. Conclusioni	17

Iniziative Bresciane S.p.A.
Piazza Vittoria, 19
25143 Breno

Alla cortese attenzione dei Membri Indipendenti del Consiglio di Amministrazione

1. Premessa e descrizione dell'operazione

Egregi Signori Membri del Consiglio,

Il Consiglio di Amministrazione di Iniziative Bresciane S.p.A. ("INBRE") in data 6 giugno 2017 ci ha conferito l'incarico per l'espressione di un parere di congruità finanziaria (*fairness opinion*) sul prezzo di trasferimento proposto nella prospettata operazione di acquisizione di una quota rappresentativa del 60% del capitale sociale di PAC PEJO S.r.l. ("Operazione") da mettere a disposizione del Comitato degli Amministratori Indipendenti di INBRE, incaricati di fornire un parere non vincolante al Consiglio di amministrazione che sarà chiamato a valutare la scelta di effettuare l'Operazione.

1.1 Descrizione sintetica dell'operazione

PAC PEJO S.r.l. ("PAC PEJO") ha per oggetto, in qualità di associato nel contratto di associazione in partecipazione con il Comune di Pejo (TN) e sue integrazioni, la produzione di energia elettrica attraverso l'esercizio in concessione di due centrali idroelettriche nel Comune di Pejo denominate "Masi di Contra" ("Contra") e "Maso Castra" ("Castra").

In forza del citato contratto di associazione di partecipazione, nel quale con il ruolo di associato ha apportato la costruzione delle suddette centrali, ora di proprietà del Comune di Pejo, PAC PEJO vanta un diritto agli utili nella misura del 57,95%, derivanti dall'attività di produzione e vendita dell'energia prodotta dai suddetti impianti. Entrambi gli impianti beneficiano di una tariffa incentivata che garantisce il complemento fino a Euro 129,00 per ogni MWh di energia prodotta, nel presupposto che il Gestore dei Servizi Elettrici ("GSE") riconosce all'associazione in partecipazione la differenza, se positiva, tra Euro 129,00 e il Prezzo Zonale Orario ("PZ") registrato ora per ora di produzione. Ciò significa che il ricavo per ogni quantitativo di energia prodotta non può essere inferiore a Euro 0,129 per KWh, ma sarà superiore ogni qual volta il PZ orario supererà tale soglia.

Il contratto di associazione in partecipazione ha durata fino al giorno precedente la scadenza della concessione dell'impianto di Castra, ovvero il 31 dicembre 2039, al termine del quale la società non potrà più ottenere alcun beneficio economico e finanziario.

2. Documentazione consultata e ipotesi di lavoro

Per lo svolgimento dell'incarico affidatoci abbiamo utilizzato il materiale documentale fornito da INBRE, dagli Offerenti ed altre informazioni pubbliche. Le valutazioni prodotte sono quindi strettamente dipendenti dal set informativo a disposizione nel momento di redazione della presente relazione.

Il supporto informativo è rappresentato da:

- Contratto di Associazione in Partecipazione tra il Comune di Pejo e PAC S.P.A. (ora PAC PEJO S.r.l.)
- Atto di transazione tra il Comune di Pejo e PAC PEJO S.r.l.
- Delibera Consiglio Comunale di Pejo n.3 del 23 febbraio 2015 relativa al subentro di PAC PEJO S.r.l. a PAC S.p.A.
- Delibera Consiglio Comunale di Pejo n.4 del 23 febbraio 2015 relativa all'atto di transazione tra il Comune di Pejo e PAC PEJO S.r.l.
- Delibera Consiglio Comunale di Pejo n.5 del 23 febbraio 2015 relativa alla costituzione di ipoteca e privilegio su impianti
- Atto di scissione relativo alla costituzione di PAC PEJO S.r.l.
- Contratto di finanziamento del 7 luglio 2015
- Certificazione dei maggiori rendimenti degli impianti del 16 luglio 2015
- Comunicazione del Comune di Pejo del 26 ottobre 2015 relativa alla variazione delle % di ripartizione dei proventi tra Associante ed Associato
- Atto di costituzione di ipoteca sugli impianti del 7 luglio 2015
- Atto di costituzione di pegno sulle quote di PAC PEJO del 7 luglio 2015
- Nota di trascrizione del privilegio sugli impianti di Castra e Contra del 17 luglio 2015
- Riepilogo delle produzioni mensili per il periodo 2015-maggio 2017 degli impianti idroelettrici di Castra e Contra
- Determinazione del Dirigente n. 82 del 23 maggio 2016 della Provincia Autonoma di Trento
- Contratto del 28 maggio 2016 con Albedo di Piazzola M. e Magazzini Snc per la gestione e manutenzione ordinaria delle Centrali di Castra e Contra;
- Contratto IRS con floor tra PAC PEJO S.r.l. e ICCREA del 18 febbraio 2016
- Contratto IRS con floor tra PAC PEJO S.r.l. e UBI Banca del 18 febbraio 2016
- Bozza del rendiconto dell'Associazione in partecipazione per l'esercizio 2016 predisposto dal Comune di Pejo
- Bilancio al 31 dicembre 2016 di PAC Pejo S.r.l. redatto in forma abbreviata
- Situazione contabile economica e patrimoniale riclassificata di PAC Pejo S.r.l. al 31 dicembre 2016
- Business plan 2017-2039 della PAC PEJO S.r.l. predisposto da INBRE
- Rapporto di *due diligence* redatto dallo Studio Associato di Ingegneria Frosio nel febbraio 2015 relativo al costruendo impianto idroelettrico di Maso Contra
- Rapporto di *due diligence* redatto dallo Studio Associato di Ingegneria Frosio nel febbraio 2015 relativo al costruendo impianto idroelettrico di Castra
- Relazione tecnico-illustrativa E.R.1.1 del marzo 2014 redatta dallo Studio di Ingegneria Betti & Vialli sul progetto esecutivo per la realizzazione dell'impianto idroelettrico di Contra realizzato sullo scarico della centrale HDE esistente di Cogolo Point

- Contratto per il riconoscimento delle tariffe incentivanti all'energia elettrica prodotta da impianti a fonti rinnovabili diversi da i fotovoltaici tra il GSE e il Comune di Pejo del 25 marzo 2016, redatto ai sensi dell'articolo 24 del D.Lgs. 28/2011 e del D.M. 6 luglio 2012, per l'impianto Masi di Contra
- Contratto per il riconoscimento delle tariffe incentivanti all'energia elettrica prodotta da impianti a fonti rinnovabili diversi da i fotovoltaici tra il GSE e il Comune di Pejo del 5 agosto 2016, redatto ai sensi dell'articolo 24 del D.Lgs. 28/2011 e del D.M. 6 luglio 2012, per l'impianto Castra
- Relazione tecnico valutativa sulla stima della producibilità degli impianti idroelettrici di Contra e Maso Castra redatta dallo Studio di Ingegneria Riva e Associati
- Proposta di cessione non vincolante del 60% del capitale sociale della società PAC PEJO S.r.l. da parte dei signori Mario e Riccardo Parolini del 7 giugno 2017

L'incarico è stato svolto sulla base dei seguenti presupposti:

- Ai fini della predisposizione del nostro parere, abbiamo assunto e fatto affidamento, senza alcuna verifica indipendente, sulla correttezza e completezza di tutte le informazioni che ci sono state fornite, incluse, a titolo esemplificativo ma non esaustivo, tutte le informazioni finanziarie, le altre informazioni e relazioni che ci sono state fornite o che sono state discusse con noi e tutte le dichiarazioni che ci sono state rese. Non abbiamo svolto alcuna indagine o valutazione indipendente di tali informazioni, relazioni o dichiarazioni. Non abbiamo richiesto o esaminato, per Vostro conto, alcun parere specialistico, quali a titolo esemplificativo ma non esaustivo, pareri legali, contabili, attuariali, ambientali, informatici o fiscali, e, di conseguenza, il nostro parere non tiene in considerazione le possibili implicazioni di tali tipi di parere.
- Inoltre, abbiamo assunto che la valutazione delle attività e delle passività e le previsioni relative ai profitti e ai flussi di cassa, incluse le proiezioni relative alle future spese in conto capitale, effettuate dal management di INBRE e della Società, siano congrue e ragionevoli. Non abbiamo sottoposto ad analisi, valutazioni o stime indipendenti le attività e passività (potenziali e non) della PAC PEJO ovvero non abbiamo condotto analisi, valutazioni o stime indipendenti in merito alla solvibilità o al *fair value* della Società e non abbiamo richiesto alcuna valutazione o stima a tal riguardo. Per quanto concerne le previsioni e le proiezioni finanziarie utilizzate nelle nostre analisi, abbiamo assunto, con il vostro consenso, che esse siano state predisposte ragionevolmente sulla base delle più accurate stime ed opinioni, ad oggi disponibili, del management di INBRE e della PAC PEJO, concernenti i risultati futuri delle operazioni societarie e sulla situazione finanziaria futura e sulla futura performance della PAC PEJO, e abbiamo assunto che tali previsioni e proiezioni finanziarie si realizzeranno nelle quantità e nei tempi ivi previsti. Non assumiamo alcuna responsabilità o obbligazione né esprimiamo alcun punto di vista in relazione ad alcuna di tali previsioni o proiezioni ovvero in merito alle assunzioni sulle quali si fondano.
- Ai fini della predisposizione del presente parere, abbiamo assunto che l'Operazione sarà posta in essere in conformità con i termini e le condizioni che ci avete dichiarato, senza rinunce o modifiche di alcun termine sostanziale della stessa. Abbiamo assunto altresì che tutte le approvazioni o autorizzazioni

governative, regolamentari o di altro tipo, necessarie ai fini del completamento dell'Operazione, siano state ottenute senza che vi sia alcun effetto negativo per l'Operazione.

- Inoltre, il nostro parere si basa necessariamente sulle condizioni finanziarie, economiche, monetarie, di mercato e sulle altre condizioni esistenti alla data del presente parere, nonché sulle informazioni che ci sono state fornite alla stessa data. Gli eventi ovvero le circostanze che si verificheranno successivamente a tale data (incluse modifiche legislative e regolamentari) potrebbero incidere sul presente parere e sulle assunzioni utilizzate nella predisposizione dello stesso, tuttavia non assumiamo alcun obbligo di aggiornare, modificare o confermare il presente parere. Si fa presente, inoltre, che l'attuale volatilità e l'andamento del mercato creditizio e finanziario potrebbero o meno avere un effetto sulla PAC PEJO e noi non esprimiamo alcun parere sugli effetti che tale volatilità potrebbe avere per PAC PEJO.
- Noi agiamo in qualità di consulente finanziario dei Membri Indipendenti del Consiglio di Amministrazione della Società in relazione all'Operazione e siamo remunerati per i nostri servizi da INBRE con una commissione definita in misura fissa indipendentemente dall'esito dell'Operazione.
- Il presente parere è espresso esclusivamente a vantaggio degli Amministratori Indipendenti (in virtù della carica ricoperta) in relazione a, ed ai fini della, loro valutazione dell'Operazione, nella loro piena autonomia di giudizio, mentre non è espresso per conto di né a beneficio di, e non conferirà diritti o rimedi ai Soci della PAC PEJO, a INBRE e ai suoi Azionisti o ad alcun altro soggetto. Nessuno potrà fare affidamento sul presente parere, né questo sarà usato da soggetti diversi dagli Amministratori Indipendenti per alcun diverso fine. Il presente parere ha ad oggetto soltanto la congruità per INBRE, alla data odierna, dal punto di vista finanziario, del prezzo dovuto ai sensi dell'Operazione, e non valuta alcun altro aspetto o implicazione dell'Operazione, ivi compresa, a titolo esemplificativo e senza limitazione alcuna, qualsiasi problematica di natura legale, fiscale, regolamentare o contabile ovvero la forma o la struttura dell'Operazione, ovvero ogni contratto o accordo stipulato in relazione con l'Operazione ovvero contemplato ai sensi dell'Operazione stessa. In relazione al nostro incarico, non siamo autorizzati a sollecitare, né tantomeno solleciteremo indicazioni da parti terze con riguardo ad una potenziale operazione con la Società. Inoltre, il presente parere non si esprime sul merito dell'Operazione rispetto ad altre operazioni realizzabili o strategie attuabili da parte di INBRE ovvero sui meriti delle decisioni sulla base delle quali la INBRE è stata coinvolta nell'Operazione. Il presente parere non costituisce una raccomandazione, né tantomeno deve essere inteso come tale, nei confronti di alcun azionista della Società, a realizzare l'Operazione o altrimenti su come dovrebbe agire in relazione all'Operazione ovvero a qualsiasi altra problematica ad essa inerente.
- La relazione viene emessa nell'ambito dell'Operazione della INBRE di cui al paragrafo 1, pertanto i destinatari della relazione sono autorizzati ad utilizzarla solo ai fini per i quali è stata predisposta e, date le finalità ed i limiti dell'incarico, la relazione non può essere distribuita a terzi ad eccezione di quanto previsto dalle norme di legge applicabili.

3. Svolgimento dell'incarico e criticità del processo di analisi

Oggetto del parere di congruità finanziaria è l'elaborazione di un giudizio di merito sul prezzo di trasferimento proposto nella prospettata operazione di acquisizione di una quota rappresentativa del 60% del capitale sociale di PAC PEJO S.r.l.

Nel caso in esame, poiché la proposta ha per oggetto un corrispettivo monetario risulta fondamentale poter comparare il prezzo proposto con il valore del capitale economico (*equity value*) attribuibile al 60% delle quote societarie oggetto della transazione.

La determinazione del valore del capitale economico è basata sulla costruzione dei flussi di cassa prospettici, definiti sulla base di un piano pluriennale redatto dal management di INBRE. Il valore del capitale economico può essere determinato con metodologie differenti sebbene uno dei processi di calcolo più frequentemente utilizzato nella teoria e nella prassi professionale sia il "Dividend Discount Model" o DDM.

Sulla base del Business Plan 2017-2039 predisposto da INBRE e presentato al Consiglio di Amministrazione in data 6 giugno 2017 e a noi trasmesso è stata elaborata una valutazione fondata sul metodo DDM in relazione alla tipologia finanziaria dell'operazione. Al valore economico del capitale che ne è conseguito è stato sottratto il valore dell'interesse implicito rappresentato dal finanziamento soci infruttifero che è previsto debba essere concesso dai soci per il riequilibrio finanziario di PAC PEJO.

Il risultato ottenuto è stato poi assoggettato ad una procedura di riscontro tramite metodi di natura empirica comunemente usati nei mercati finanziari.

Punti critici e Limitazioni

Nel condurre le nostre analisi finanziarie e le nostre valutazioni sono stati indentificati i seguenti punti critici e limitazioni. Tutti i cambiamenti e le differenze relative ai punti che seguono possono avere un impatto, anche significativo, sui risultati delle nostre analisi e valutazioni:

- (i) Tra le assunzioni più rilevanti del Business plan predisposto si richiama la previsione di una produzione media annua delle due centrali idroelettriche, stimata in 42,15 GWh. Tale quantità, sebbene sia stata determinata secondo stime prudenziali sulla base delle analisi di progetto e delle disponibilità idrologiche dei due bacini sovrastanti non è ad oggi mai stata effettivamente rilevata, stante che gli impianti sono entrati in funzione solo nel corso dell'esercizio 2015 e nel 2016 la produzione complessiva è stata pari a 36,1 GWh circa. Nonostante il management di INBRE abbia ottenuto evidenza delle disponibilità idrologiche rilevate storicamente dai bacini a monte (regime idraulico di funzionamento della centrale HDE di Cogolo Point) tali da consentire una produzione significativamente superiore a quella posta alla base del piano, le produzioni effettive potranno essere differenti con impatti anche significativi sui risultati sui quali si basa il presente parere.
Si segnala peraltro che la stima di produzione media attesa di 42,15 GWh è stata determinata in sede progettuale in occasione dell'originaria predisposizione del contratto di associazione in partecipazione, nel presupposto di un rendimento delle macchine dell' 80% circa, mentre la verifica effettuata sugli impianti in uso ha evidenziato un rendimento del 90,53%, tale da garantire una maggiore produzione rispetto ai parametri che hanno portato ad individuare in 42,15 GWh la produzione media attesa annua.

- (ii) Generalmente, le analisi e le valutazioni sono state condotte utilizzando previsioni economiche e finanziarie predisposte dal *management* della Società; tali dati, per loro natura, implicano profili di incertezza ed imprevedibilità. Possibili cambiamenti nelle assunzioni sottostanti i dati previsti possono avere un impatto, anche significativo, sui risultati sui quali si basa il presente parere.

4. Metodologia di valutazione

4.1 Dividend Discount Model

Il Dividend Discount Model (DDM) è il più tradizionale metodo proposto per la valutazione dei titoli rappresentativi del capitale di un'impresa, in base alle seguenti formule:

$$V_e = \sum_1^{\infty} D_t(1 + k_e)^{-t}$$
$$V_e = \sum_1^n D_t(1 + k_e)^{-t} + P_n(1 + k_e)^{-n}$$
$$V_e = \frac{D_0(1 + g)}{k_e - g}$$

La prima fa riferimento ad una corrente illimitata di dividendi D_t , attualizzati al costo opportunità del capitale proprio k_e . I dividendi rappresentano evidentemente concreti flussi monetari per gli azionisti, ma la loro stima può essere altamente incerta nel lungo periodo, in quanto i dividendi distribuibili sono funzione della capacità di reddito dell'azienda. La seconda formula limita la stima dei dividendi futuri al periodo iniziale n , al termine del quale è aggiunto un valore di uscita dall'investimento P_n , che può essere a sua volta stimato in base alle aspettative di un dividendo stabilizzato come avviene nella terza formula. Quest'ultima immagina che la stabilizzazione sia presente già al tempo 0, in un quadro di crescita costante al tasso g , partendo dall'ultimo dividendo noto D_0 . E' evidente che $D_0(1 + g) = D_1$.

Il DDM è utilizzato per la valutazione di singoli titoli azionari di società apprezzate dal mercato proprio in funzione della loro politica dei dividendi.

Tale situazione è quella concretamente rappresentata dalla società oggetto di valutazione in quanto, per la specificità degli accordi contrattuali sottostanti, consente di garantire agli azionisti un flusso di cassa rappresentato dai dividendi distribuibili lungo l'arco temporale rappresentato dal contratto di associazione in partecipazione, al termine del quale si esaurirà la capacità dell'azienda di generare flussi di cassa.

Nell'ambito di tale modello il tasso di sconto è rappresentato dal Costo opportunità del capitale proprio k_e che è pari al tasso di rendimento delle attività prive di rischio, incrementato di un premio per il rischio specifico, calcolato con riferimento al

cosiddetto coefficiente *beta*, che misura il rischio sistematico dell'impresa in relazione alla volatilità del suo rendimento rispetto a quello del mercato. Il coefficiente *beta* viene stimato sulla base del medesimo parametro espresso da società quotate comparabili e di considerazioni relative alla specifica realtà da valutare. Il calcolo è rappresentato nella formula sottostante:

$$K_e = R_f + \textit{beta} (R_m - R_f)$$

dove

- R_f = Tasso di rendimento risk free, pari al rendimento delle attività prive di rischio e stimato sulla base del rendimento garantito da obbligazioni a medio-lungo termine emesse dallo Stato;
- beta* = Coefficiente di volatilità o rischio sistematico, assunto come media dei *beta* di mercato di un campione di società comparabili;
- $(R_m - R_f)$ = Premio per il rischio di mercato, misurato come maggiore rendimento che gli investitori richiedono a fronte dell'investimento nel mercato azionario rispetto ad attività prive di rischio.

4.2 Il metodo dei multipli di mercato

Il metodo dei multipli di mercato presuppone che il valore di una società si possa determinare assumendo come riferimento le indicazioni fornite dal mercato per società con caratteristiche analoghe a quella oggetto di valutazione. Il metodo si basa sulla determinazione di multipli calcolati come rapporto tra valori borsistici e grandezze economiche, patrimoniali e finanziarie di un campione selezionato di società comparabili. I moltiplicatori così determinati vengono applicati, con le opportune integrazioni, alle corrispondenti grandezze della società oggetto di valutazione, al fine di stimare un intervallo di valori, qualora la società non sia quotata, o verificare se essi siano in linea con quelli espressi dal mercato, qualora sia negoziata su mercati borsistici. L'applicazione di tale criterio si articola nelle fasi di seguito descritte.

a) Determinazione del campione di riferimento

Data la natura di tale metodologia, risulta fondamentale l'affinità (da un punto di vista industriale e finanziario) tra le società incluse nel campione di riferimento e la società da valutare. L'impossibilità pratica di identificare società omogenee sotto ogni profilo induce a determinare i tratti più significativi per la definizione del paniere di confronto e a selezionare di conseguenza le aziende comparabili in relazione agli attributi prescelti.

b) Scelta dei multipli significativi

I principali multipli impiegati nella valutazione d'azienda sono di seguito elencati:

- EV/EBITDA: rapporto tra Enterprise Value (capitalizzazione di mercato più posizione finanziaria netta) e margine operativo lordo;
- EV/EBIT: rapporto tra Enterprise Value e reddito operativo;
- Price/earning (P/E): rapporto tra prezzo dell'azione e utile netto per azione;
- EV/OFCE: rapporto tra Enterprise Value e flusso di cassa operativo;
- EV/Sales: rapporto tra Enterprise Value e fatturato dell'azienda.

I multipli costruiti utilizzando grandezze contabili più influenzate da politiche di bilancio

e fiscali sono soggetti al rischio di distorsione e possono condurre a risultati fuorvianti; fra tutti, il P/E risente maggiormente di tali fattori (oltre a risentire del diverso livello d'indebitamento). Per questa ragione, nella prassi vengono effettuate alcune rettifiche e normalizzazioni o in alternativa si ricorre a multipli calcolati con poste meno discrezionali (ad esempio, EV/ EBITDA rispetto a EV/EBIT). L'utilizzo dell'EV/Sales, invece, è sempre meno frequente ed è confinato a casi di società con margini negativi o in fase di *turnaround*.

c) Calcolo dei multipli prescelti per le società rappresentate nel campione

In genere i multipli vengono calcolati sulla base dei dati finanziari dell'anno corrente e di quello successivo, tuttavia è possibile scegliere periodi temporali diversi, in funzione della specifica realtà aziendale e del contesto di valutazione.

d) Identificazione dell'intervallo di valori dei multipli da applicare alla società oggetto di valutazione

La scelta dell'intervallo da applicare avviene in base a considerazioni qualitative e quantitative circa la comparabilità delle società che compongono il campione.

e) Applicazione dei multipli

I ratio così ottenuti sono applicati alle quantità economiche, patrimoniali e finanziarie della società oggetto di valutazione, al fine di determinare un intervallo di valori.

4.3 Il metodo delle transazioni comparabili

Il metodo delle Transazioni comparabili prevede che il prezzo per un'azienda venga stimato confrontandolo direttamente con transazioni effettivamente avvenute di aziende comparabili quali ad esempio acquisizioni, fusioni, apporti, scambi di partecipazioni, etc.

L'analisi viene estesa generalmente a 7 massimo 10 transazioni.

Nel tempo si sono sviluppate due versioni delle transazioni comparabili:

- 1) assunzione diretta dei prezzi delle transazioni comparabili, senza alcuna rettifica;
- 2) determinazione di opportuni rapporti.

5. Risultati

5.1: DDM

5.1.1 Il piano industriale 2017-2039 di PAC Pejo S.r.l.

Per la valutazione di PAC PEJO sulla base del metodo DDM sono stati stimati gli utili distribuibili dalla società per il periodo di pianificazione esplicita. Questi si basano sul Business plan 2017-2039 predisposto dal management della INBRE. Sulla base della tipologia dell'attività sottostante e di quanto previsto dal contratto di associazione in

partecipazione il periodo di previsione esplicito è stato esteso fino al termine della durata dello stesso. Poiché al termine del contratto nulla più sarà incassato da PAC PEJO, il valore terminale è stato assunto pari alla liquidità residua derivante dal realizzo delle attività dopo avere pagato le passività esistenti alla data del 31 dicembre 2039. Nell'ambito del piano, l'equilibrio finanziario della società è raggiunto grazie ad un finanziamento soci infruttifero dell'importo di 5 milioni di Euro che dovrà essere erogato congiuntamente con l'operazione di compravendita delle quote, il cui rimborso è stato ipotizzato in cinque annualità, a partire dal 31 dicembre 2027.

Una sintesi del piano è di seguito riportata:

La tabella seguente evidenzia i conti economici prospettici dell'Associazione in partecipazione, mentre in quella successiva è presentato il piano relativo a PAC PEJO

Euro/000	2016A	2017E	2018E	2019E	2020E	...	2037E	2038E	2039E
Produzione media attese (MWh)	36.078	42.150	42.150	42.150	42.150	...	42.150	42.150	42.150
Totale ricavi da associazione in partecipazione	5.072	5.437	5.488	5.540	5.592	...	6.666	6.741	6.818
Canoni Dolomiti Energia x scarico	170	173	177	180	184	...	258	263	268
Canone idroelettrico	145	148	151	154	157	...	220	224	229
Sovraccanone BIM Trento	145	148	151	154	157	...	220	224	229
Sovraccanone Rivieraschi	45	46	47	48	49	...	68	70	71
Oneri gestione Conv. GSE	25	25	25	25	25	...	25	25	25
Assicurazione All-Risk	55	55	55	55	55	...	55	55	55
Manutenzione/esercizio ord	0	23	47	48	49	...	69	70	72
Spese amministrative e contabili	10	10	10	10	11	...	15	15	15
Totale Costi Assoc. In Part.	595	628	663	675	686	...	929	946	963
EBITDA	4.477	4.809	4.825	4.865	4.906	...	5.737	5.795	5.855
Competenza Comune (42,05%)	1.883	2.022	2.029	2.046	2.063	...	2.412	2.437	2.462
Competenza PAC PEJO (57,95%)	2.594	2.787	2.796	2.819	2.843	...	3.325	3.358	3.393

PAC Pejo S.r.l. - Business Plan

Conto Economico

Euro/000	2016A	2017E	2018E	2019E	2020E	...	2037E	2038E	2039E
Ricavi	2.551	2.787	2.796	2.819	2.843	...	3.325	3.358	3.393
Totale ricavi	2.551	2.787	2.796	2.819	2.843	...	3.325	3.358	3.393
Costi amministrativi	(287)	(17)	(17)	(18)	(18)	...	(25)	(26)	(26)
Altri costi/ricavi operativi	(57)	0	0	0	0	...	0	0	0
EBITDA	2.207	2.770	2.779	2.802	2.825	...	3.300	3.333	3.367
% dei Ricavi	86,5%	99,4%	99,4%	99,4%	99,4%	...	99,2%	99,2%	99,2%
Ammortamenti	(903)	(903)	(903)	(903)	(902)	...	(859)	(859)	(859)
EBIT	1.304	1.867	1.876	1.899	1.923	...	2.441	2.474	2.508
% dei Ricavi	51,1%	67,0%	67,1%	67,4%	67,6%	...	73,4%	73,7%	73,9%
Proventi/Oneri finanziari	(532)	(543)	(493)	(442)	(390)	...	0	0	0
Risultato prima delle imposte	772	1.324	1.383	1.457	1.533	...	2.441	2.474	2.508
Imposte e Tasse	(241)	(391)	(405)	(424)	(443)	...	(681)	(690)	(700)
Risultato netto	531	934	978	1.033	1.090	...	1.760	1.784	1.808

Stato Patrimoniale

Euro/000	2016A	2017E	2018E	2019E	2020E	...	2037E	2038E	2039E
Crediti commerciali	338	559	561	565	570	...	667	674	680
Debiti commerciali	(5.482)	(2.452)	(2.302)	(2.002)	(1.702)	...	(3)	(3)	(3)
IVA a Credito	1.871	1.271	871	471	71	...	0	0	0
Capitale Circolante Netto	(3.273)	(622)	(870)	(965)	(1.061)	...	664	671	678
Immobilizzazioni immateriali	20.185	19.283	18.380	17.477	16.575	...	1.718	859	(0)
Immobilizzazioni	20.185	19.283	18.380	17.477	16.575	...	1.718	859	(0)
Altre attività e passività	93	0	0	0	0	...	0	0	0
Ratei e fondi	93	0	0	0	0	...	0	0	0
Capitale Investito Netto	17.005	18.661	17.510	16.512	15.514	...	2.382	1.530	678
Debiti finanziari	16.342	17.495	16.205	14.870	13.490	...	0	0	0
Cassa e banche attive	(550)	(981)	(1.820)	(2.516)	(3.223)	...	(28.861)	(31.497)	(34.157)
Posizione Finanziaria Netta	15.792	16.514	14.385	12.354	10.267	...	(28.861)	(31.497)	(34.157)
Capitale Sociale	100	100	100	100	100	...	100	100	100
Riserve e utili a nuovo	582	1.113	2.047	3.024	4.057	...	29.383	31.143	32.926
Utile esercizio	531	934	978	1.033	1.090	...	1.760	1.784	1.808
Patrimonio Netto	1.213	2.147	3.124	4.157	5.248	...	31.243	33.026	34.834
Fonti di finanziamento	17.005	18.661	17.510	16.512	15.514	...	2.382	1.530	678

La stima dei dividendi distribuibili lungo l'orizzonte di piano si basa sul presupposto di garantire alla società sufficienti flussi di cassa per la restituzione del debito e il rispetto dei vincoli contrattuali previsti dal finanziamento bancario in essere, mantenendo, nel dettaglio disponibilità liquide nette attive per l'importo di Euro 1 milione, come illustrato nella tabella seguente:

(Importi in €/mil.)

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Utile netto	0,5	0,9	1,0	1,0	1,1	1,1	1,2	1,3	1,3	1,4	1,5	1,5
Disponibilità liquide	0,6	1,0	1,8	2,5	3,2	3,5	3,9	4,3	4,8	5,3	6,4	7,7
Riserve	1,1	2,0	3,0	4,1	5,1	6,3	7,5	8,8	10,1	11,5	13,0	14,5
Ipotesi di distribuzione	0,0	0,8	0,7	0,7	0,3	0,4	0,4	0,6	0,4	1,2	1,3	
Disponibilità liquide post distribuzione	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Riserve post distribuzione	2,0	2,2	2,5	2,9	3,8	4,6	5,5	6,3	7,3	7,6	7,8	

	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035	2036	2037	2038	2039	TV
Utile netto	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6	1,7	1,7	1,7	1,7	1,8	1,8	1,8	0,7
Disponibilità liquide	9,2	10,6	12,1	13,5	16,0	18,6	21,1	23,7	26,2	28,9	31,5	34,2	0
Riserve	16,1	17,7	19,3	20,9	22,6	24,2	25,9	27,6	29,4	31,1	32,9	34,7	
Ipotesi di distribuzione	1,4	1,4	1,5	1,5	2,5	2,5	2,5	2,6	2,6	2,6	2,6	2,7	1,7
Disponibilità liquide post distribuzione	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	0,0
Riserve post distribuzione	8,0	8,1	8,2	8,4	7,5	6,7	5,8	5,0	4,1	3,3	2,4	1,6	

5.1.2 Il Costo opportunità del capitale di rischio

Il costo opportunità del capitale di rischio (K_e) è stato stimato pari al 6,16% sulla base dei seguenti parametri:

Tasso d'interesse per attività risk free

Per il tasso d'interesse risk free è stato utilizzato il rendimento medio del 2017 (gennaio –maggio) espresso dal BTP decennale emesso dallo stato italiano¹.

Premio per il rischio di mercato

Per il calcolo del K_e è stato utilizzato un premio di rischio di mercato pari a 5,75%. Ciò riflette il premio per il rischio di mercato implicito per mercati azionari sviluppati alla data della valutazione².

Beta

Il β è stato derivato da società quotate comparabili appartenenti al settore *Green & Renewable Energy Europe*, opportunamente modificato per tenere conto della specifica struttura dell'indebitamento (D/E) di PAC PEJO ed è pari a 0,52³.

¹ Fonte: Il sole 24 ore

² Fonte: Equity Market Risk Premium – Research Summary KPMG

³ Fonte: elaborazioni prof. Damodaran; <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>

Premio per aziende a bassa capitalizzazione

Si è tenuto conto inoltre di un premio per aziende a bassa capitalizzazione o premio di “small size” pari al 1%, al fine di riflettere le aspettative di investitori in piccole e medie imprese, che risultano più elevate in termini di rischio e rendita, pur mitigato in considerazione del circoscritto profilo di rischio attribuibile alla società sulla base dell’attività svolta e delle specifiche implicazioni del contratto di associazione in partecipazione.

5.1.3 Risultati

Ai fini della valutazione si è inoltre tenuto conto del costo implicito per l’acquirente rappresentato dal finanziamento soci infruttifero di cui la società beneficerà in base a quanto contenuto nella bozza dell’accordo preliminare di compravendita. Tale costo è stato determinato applicando un tasso di attualizzazione pari al *ke*, in quanto il finanziamento è assimilabile ad un investimento in capitale di rischio, considerato che PAC PEJO è società a responsabilità limitata ed ammonta a Euro 2,6 milioni.

Nella tabella seguente è riportato il calcolo del valore della società:

PAC PEJO

Dividend discount model al 31/12/2016

Ke 6,16%

(Importi in €/mil.)

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Utile netto	0,5	0,9	1,0	1,0	1,1	1,1	1,2	1,3	1,3	1,4	1,5	1,5
Disponibilità liquide	0,6	1,0	1,8	2,5	3,2	3,5	3,9	4,3	4,8	5,3	6,4	7,7
Riserve	1,1	2,0	3,0	4,1	5,1	6,3	7,5	8,8	10,1	11,5	13,0	14,5
Ipotesi di distribuzione		0,0	0,8	0,7	0,7	0,3	0,4	0,4	0,6	0,4	1,2	1,3
Disponibilità liquide post distribuzione		1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Riserve post distribuzione		2,0	2,2	2,5	2,9	3,8	4,6	5,5	6,3	7,3	7,6	7,8
Dividendo netto attualizzato		0,0	0,7	0,6	0,6	0,2	0,2	0,2	0,4	0,2	0,7	0,7

	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035	2036	2037	2038	2039	TV
Utile netto	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6	1,7	1,7	1,7	1,7	1,8	1,8	1,8	0,7
Disponibilità liquide	9,2	10,6	12,1	13,5	16,0	18,6	21,1	23,7	26,2	28,9	31,5	34,2	0
Riserve	16,1	17,7	19,3	20,9	22,6	24,2	25,9	27,6	29,4	31,1	32,9	34,7	
Ipotesi di distribuzione	1,4	1,4	1,5	1,5	2,5	2,5	2,5	2,6	2,6	2,6	2,6	2,7	1,7
Disponibilità liquide post distribuzione	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	0,0
Riserve post distribuzione	8,0	8,1	8,2	8,4	7,5	6,7	5,8	5,0	4,1	3,3	2,4	1,6	
Dividendo netto attualizzato	0,7	0,7	0,6	0,6	1,0	0,9	0,9	0,8	0,8	0,7	0,7	0,7	0,4

Valore del periodo esplicito	13,6	a
Valore residuo	0,4	b
Enterprise Value al 31-12-2016	14,0	c = a+b
Costo implicito finanziamento soci	(2,6)	d
Equity value al 31-12-2016	11,4	e = c-d

Per verificare la plausibilità dei risultati secondo la valutazione col metodo DDM, sono state eseguite delle analisi di sensitività, variando i valori di alcuni elementi chiave del modello di business di PAC PEJO. Come elementi chiave sono stati identificati i volumi di produzione (KWh) attesi e il tasso rappresentativo del costo opportunità del capitale di rischio.

La tabella seguente riassume i risultati più importanti ottenuti con l'analisi di sensitività.

		Produzione (GWh)				
		-5%	-2,5%	42,15	2,5%	5%
ke	5,66%	95%	102%	108%	115%	122%
	5,91%	91%	97%	104%	111%	118%
	6,16%	87%	94%	100%	106%	112%
	6,41%	83%	89%	96%	102%	109%
	6,66%	80%	86%	92%	98%	104%

Al variare di ciascuno di questi fattori e a parità di condizioni, il valore del patrimonio netto di PAC PEJO risulta oscillare tra un minimo di **10,2** milioni di Euro ed un massimo di **12,6** milioni di Euro come desunto dalla tabella sopra riportata.

5.2: Multipli impliciti

Con la valutazione di mercato, il valore aziendale può essere determinato sulla base del valore di società pubbliche comparabili. Il valore del capitale proprio è calcolato sommando le attività non operative e sottraendo le passività fruttifere al valore aziendale.

Per la valutazione di mercato sulla base di imprese quotate comparabili, il valore aziendale delle società prese come paragone – derivato dal corso attuale delle azioni più gli attivi netti non operativi meno la passività fruttifere – è stabilito in relazione a vari indici finanziari. I multipli risultanti vengono quindi applicati ai corrispondenti indicatori finanziari di PAC PEJO per ottenere l'ipotetico valore di mercato di PAC PEJO. Come società comparative sono state utilizzate società italiane quotate e che operano nel settore delle energie rinnovabili facenti parti del settore *Green & Renewable Energy Europe*⁴.

Ai fini del calcolo dell'*equity value* abbiamo ritenuto opportuno basarci principalmente sul multiplo dell'EBITDA, in quanto, a differenza del multiplo sui ricavi, tiene conto anche dei costi e limita le distorsioni causate da presentazioni del fatturato discordanti secondo il tipo di contabilità utilizzato. Rispetto al multiplo dell'EBIT, quello dell'EBITDA

⁴ Fonte: elaborazioni prof. Damodaran; <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>

ha il vantaggio di non essere influenzato dai diversi cicli d'investimento e dalle politiche d'ammortamento delle società.

Nella tabella sottostante si riportano i dati di dettaglio per il calcolo dei multipli.

Società	Debiti	Patrimonio Netto	Posizione finanziaria netta	EBITDA	Numero di azioni	Quotazione 31.05.17	EV/EBITDA
	(1)	(1)	a (1)	b (1)	c (2)	d (3)	e = [(c*d)+a]/b
Iniziative Bresciane	57.686	44.806	-54.810	10.328	3.878	17,10	11,73
Frendy Energy	11.416	19.559	-887	2.021	59.317	0,31	9,45
PLT Energia	208.372	34.443	-127.065	13.294	23.919	2,88	14,74
K.R. Energy	48.920	20.275	-31.742	-3.120	33.104	0,47	n.a.
Ergy Capital	68.347	10.714	-58.092	7.039	167.020	0,07	9,83
Falck Renewables	928.461	475.859	-561.956	136.292	291.414	1,20	6,69
Alerion Clean Power	241.299	108.250	-188.608	36.096	43.579	2,96	8,80
Ecosuntek	47.203	4.487	32.216	3.739	1.492	14,65	5,85
Media							9,58
Media smorzata							9,30

Note

1 = Fonte: bilanci consolidati al 31 dicembre 2016

2 = Fonte: Borsa Italiana; importo in migliaia

3 = Fonte: Morningstar

Sulla base del multiplo identificato il valore del capitale economico attribuito a PAC PEJO è pari a **10** milioni di Euro, determinato sull'EBITDA 2016 normalizzato di 2,8 milioni di Euro ed in considerazione di una posizione finanziaria netta negativa di 15,8 milioni di Euro.

5.3: Transazioni comparabili

Oltre al *fair value* sulla base di imprese quotate comparabili, è stata condotta anche un'analisi delle transazioni negli ultimi anni di società operanti in Italia nell'ambito del mercato idroelettrico. A tal proposito la comparazione è stata sviluppata nell'assunto che il valore attribuito ad una centrale idroelettrica di piccole e medie dimensioni è funzione in genere dall'ammontare del fatturato da vendita di energia incentivata che l'impianto è in grado di generare. L'analisi tuttavia ha presentato diversi limiti, in particolare per la scarsità di informazioni pubblicamente disponibili e per la potenziale disomogeneità dei prezzi in funzione delle specifiche caratteristiche dell'impianto idroelettrico in termini concessori e delle tipologie di incentivazione di cui gode. Al fine di costituire un panel sufficientemente omogeneo per la determinazione di un parametro di raffronto, sono stati presi in considerazione i dati relativi all'energia mediamente prodotta da ogni impianto, la durata della concessione e dell'incentivo, nonché l'ammontare della tariffa incentivata nel presupposto che il valore attribuito ad un impianto non è semplicemente influenzato dall'ammontare del fatturato che questo sarà in grado di generare nel corso della vita concessoria, ma anche dalla qualità e durata dell'incentivo di cui beneficia.

La tabella seguente riporta l'elenco delle transazioni e le modalità seguite per la determinazione del parametro di confronto utilizzato per stimare il valore del capitale economico di PAC PEJO.

Data operazione	Cedente	Acquirente	Impianto	Prezzo pagato (€)	Durata residua concessione	Produzione media annua (KWh)	Tariffa incentivata applicabile (€)	Durata residua dell'incentivo	Tariffa periodi post incentivo (€)	N. anni residui al termine della concessione	Fatturato totale sulla durata residua concessione (€)	Fatturato totale incentivato (€)	Prezzo su fatt. totale	Fatturato incentivato su fatturato totale	Indice ponderato
				a	b	c	d	e	f	g = b - e	h = c*d*e+c*f/g	i = c*d*e	l = a/h	m = i/h	n = l*m
				(1)	(2)			(2)	(3)						
1	ott-16 Frendy Energy	SRC Hydro e Arnolfo	Peschiera Monchiero 1 e	7.125.000	25	4.750.000	0,220	12	0,053	13	15.817.690	12.540.000	0,45	0,79	0,36
2	ott-16 Frendy Energy	SRC Hydro e Arnolfo	Monchiero 2	4.312.500	7	5.750.000	0,220	6	0,053	1	7.895.210	7.590.000	0,55	0,96	0,53
3	lug-16 Rotalenergia	K.R.Energy	Rocchetta Ponte 1, Fiumeclo,	11.500.000	24	7.346.000	0,220	15	0,043	9	27.074.785	24.241.800	0,42	0,90	0,38
4	dic-12 SIT	INBRE	Arcanello, Frigidolfo	38.552.214	27	24.360.000	0,222/0,16	15	0,067	11,5	88.515.648	73.706.700	0,44	0,83	0,36
5	dic-12 INBRE	SIT	Vione-Temù	5.600.000	18	5.700.000	0,160	4	0,067	14	8.993.802	3.648.000	0,62	0,41	0,25
6	giu-13 Albertani Corporates	INBRE	Lombro	6.800.000	30	3.400.000	0,206	15	0,056	15	13.364.040	10.495.800	0,51	0,79	0,40
7	lug-13 Italbrevetti	K.R.Energy	Lucchio e Saltino	28.300.000	26	25.000.000	0,222/0,16	14	0,067	12	65.768.000	47.540.000	0,43	0,72	0,31
												Media semplice			0,370
												Media semplice smorzata			0,362
												Mediana			0,363
	PAC PEJO			26.300.000	23	42.150.000	0,129	23	0,046	0	72.471.719	72.471.719	0,4	1,00	0,363

Note

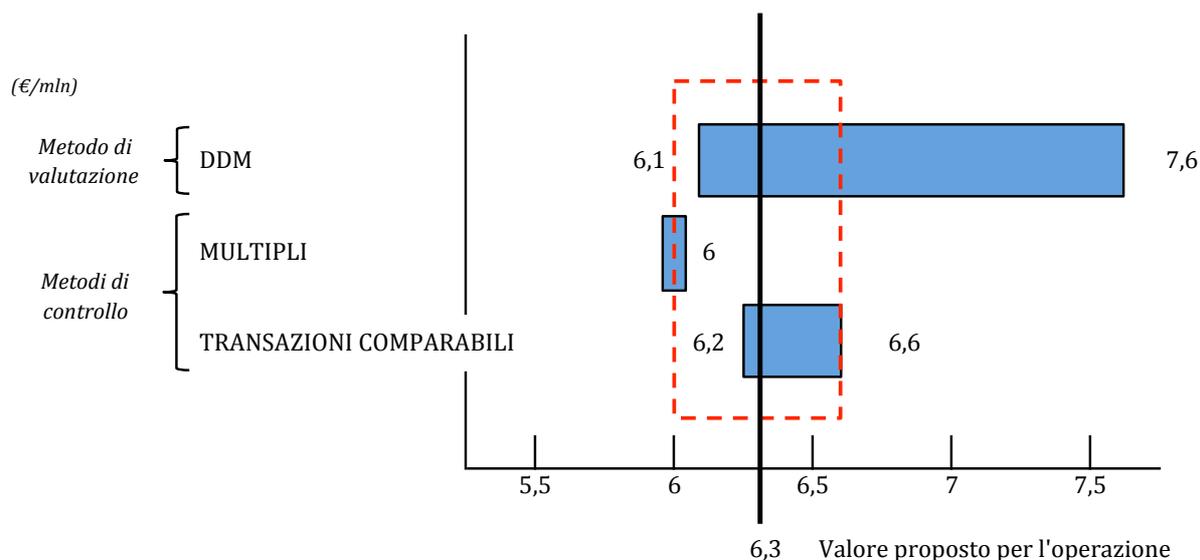
- 1 Prezzo al lordo dei debiti (enterprise value)
- 2 N. di anni alla data dell'operazione
- 3 Prezzo medio PUN del mese dell'annuncio dell'operazione (fonte: statistiche GME)

Sulla base delle transazioni e dei multipli osservati il valore del capitale economico attribuito a PAC PEJO risulta oscillare tra un minimo di **10,4** milioni di Euro ed un massimo di **11** milioni di Euro.

6. Conclusioni

Il grafico seguente sintetizza i risultati delle nostre considerazioni sulla congruità finanziaria del prezzo di trasferimento proposto nella prospettata operazione di acquisizione di una quota rappresentativa del 60% del capitale sociale di PAC PEJO.

A tale riguardo si fa presente che nell'ambito del nostro lavoro non abbiamo ritenuto di considerare eventuali premi di maggioranza in considerazione del fatto che nella prospettata operazione non assumono rilievo apprezzabile alcuni tipici benefici privati derivanti dal controllo, ovvero la possibilità di decidere gli indirizzi strategici, realizzare operazioni sul capitale o indirizzare la *governance* nell'ottica di uno sviluppo futuro della società, in quanto i flussi attesi hanno una connotazione puramente finanziaria.



Il giudizio di congruità finanziaria da esprimersi sul prezzo di trasferimento proposto nella prospettata operazione di acquisizione di una quota rappresentativa del 60% del capitale sociale di PAC PEJO si fonda sulla determinazione di un intervallo di valori fondamentali per la transazione. Tale intervallo è stato ottenuto applicando la metodologia del DDM al Business plan 2017-2039, predisposto dal management della Iniziative Bresciane S.p.A. e presentato nel corso della riunione del Consiglio di Amministrazione del 6 giugno 2017 ed è compreso tra

Minimo Euro 6 milioni – Massimo Euro 6,6 milioni

Questi valori sono stati ottenuti sulla base del metodo di valutazione prescelto e tenendo conto delle diverse analisi di sensitività effettuate e sono stati corroborati con l'ausilio di una valutazione di mercato e si possono ritenere sufficientemente plausibili.

Brescia, 16 Giugno 2017

T2 ADVISORY S.R.L.



Dionisio Troncana
(Amministratore Unico)