



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

Redatto in conformità all'allegato 4 del Regolamento approvato con deliberazione Consob n. 17221 del 12 marzo 2010, come successivamente modificato ed integrato, relativo al contratto di compravendita di una partecipazione di minoranza nel capitale sociale di Energrid S.p.A.

**Industria e Innovazione S.p.A.**

Sede Legale in Milano, Corso Italia, 13

Capitale Sociale interamente versato Euro 49.283.612,36

Codice fiscale e Partita IVA 05346630964

<b>PREMESSA .....</b>	<b>- 3 -</b>
<b>DEFINIZIONI .....</b>	<b>- 3 -</b>
<b>1 AVVERTENZE.....</b>	<b>- 4 -</b>
1.1 Rischi connessi ai potenziali conflitti di interessi derivanti dall'Operazione .....	- 4 -
<b>2 INFORMAZIONI RELATIVE ALL'OPERAZIONE.....</b>	<b>- 5 -</b>
2.1 Descrizione delle caratteristiche, modalità, termini e condizioni dell'Operazione.....	- 5 -
2.2 Indicazione delle parti correlate con cui l'Operazione è stata posta in essere, del relativo grado di correlazione e, ove di ciò sia data notizia all'organo di amministrazione, della natura e della portata degli interessi di tali parti nell'Operazione .....	- 7 -
2.3 Indicazione delle motivazioni economiche e della convenienza per la società dell'Operazione.....	- 9 -
2.4 Modalità di determinazione del corrispettivo dell'Operazione e valutazioni circa la sua congruità rispetto ai valori di mercato di operazioni simili .....	- 10 -
2.5 Illustrazione degli effetti economici, patrimoniali e finanziari dell'Operazione, fornendo almeno gli indici di rilevanza applicabili.....	- 11 -
2.6 Incidenza dell'Operazione sui compensi dei componenti dell'organo di amministrazione della società e/o di società da questo controllate .....	- 12 -
2.7 Informazioni relative agli strumenti finanziari della società detenuti dai componenti degli organi di amministrazione e controllo, direttori generali e dirigenti dell'emittente eventualmente coinvolti nell'Operazione e agli interessi di questi ultimi in operazioni straordinarie .....	- 12 -
2.8 Indicazione degli organi o degli Amministratori che hanno condotto o partecipato alle trattative e/o istruito e/o approvato l'Operazione, specificando i rispettivi ruoli con particolare riguardo agli Amministratori indipendenti. ....	- 13 -
<b>DICHIARAZIONE DEL DIRIGENTE PREPOSTO ALLA REDAZIONE DEI DOCUMENTI CONTABILI SOCIETARI .....</b>	<b>- 14 -</b>
<b>ALLEGATO 1 - Parere del Comitato consiliare di Industria e Innovazione S.p.A. per l'effettuazione delle operazioni con parti correlate .....</b>	<b>- 15 -</b>
<b>ALLEGATO 2 – Parere di congruità dell'Esperto Indipendente.....</b>	<b>- 27 -</b>

## PREMESSA

Il presente Documento Informativo è stato predisposto da Industria e Innovazione S.p.A. ai sensi dell'art. 5 comma 1, del Regolamento approvato con deliberazione Consob n. 17221 del 12 marzo 2010, come successivamente modificato ed integrato, in relazione alla sottoscrizione del contratto di compravendita di una partecipazione di minoranza in Energrid S.p.A..

Il presente Documento Informativo, pubblicato in data 5 gennaio 2012, è a disposizione del pubblico presso la sede legale della società, in Milano, Corso Italia n. 13, e presso Borsa Italiana S.p.A., nonché sul sito internet [www.industriaeinnovazione.it](http://www.industriaeinnovazione.it)

## DEFINIZIONI

<b>Accordo di programma</b>	Indica l'Accordo con cui Industria e Innovazione (come <i>infra</i> definita) e CIE (come <i>infra</i> definita) si sono impegnate ad avviare lo studio di iniziative comuni da porre in essere al fine di esplorare e sviluppare possibili sinergie in alcuni ambiti di attività.
<b>Borsa Italiana</b>	Indica Borsa Italiana S.p.A., con sede in Milano, Piazza degli Affari n.6.
<b>Comitato Consiliare</b>	Indica il Comitato Consiliare di cui al Regolamento di Industria e Innovazione (come <i>infra</i> definito), composto dai membri del Comitato di Controllo Interno con funzione di Comitato per le Operazioni con Parti Correlate.
<b>Consob</b>	Indica la Commissione Nazionale per le Società e la Borsa, con sede in Roma, Via G.B. Martini n. 3.
<b>CIE</b>	Indica Compagnia Italiana Energia S.p.A. con sede in Torino, Via Piffetti n. 15.
<b>Documento Informativo</b>	Il presente Documento Informativo redatto ai sensi e per gli effetti del Regolamento di Industria e Innovazione (come <i>infra</i> definito).
<b>Energrid</b>	Indica Energrid S.p.A. con sede in Milano, Viale Isonzo n.14/1.
<b>Esperto Indipendente</b>	Indica il Prof. Francesco Perrini, esperto indipendente per l'Operazione (come <i>infra</i> definita) nominato da Industria e Innovazione.
<b>Industria e Innovazione</b>	Indica Industria e Innovazione S.p.A. con sede in Milano, Corso Italia n. 13.

<b>Operazione</b>	Indica il contratto di compravendita sottoscritto con CIE per l'acquisto di n. 10.000 azioni ordinarie di Energrid, del valore nominale di Euro 10,00 ciascuna, pari al 10% del capitale sociale di Energrid.
<b>Parere</b>	Indica il Parere del Comitato Consiliare sull'Operazione rilasciato in data 19 dicembre 2011 ai sensi del Regolamento Consob OPC (come <i>infra</i> definito).
<b>Parere dell'Esperto Indipendente</b>	Indica il parere espresso dall'Esperto Indipendente in relazione alla stima del valore della quota azionaria del 10% di Energrid, rilasciato in data 19 dicembre 2011
<b>Patto di Sindacato</b>	Indica il Patto di Sindacato stipulato in data 27 novembre 2008 e successivamente modificato in data 5 febbraio 2010 che raccoglie il 58,13% del capitale sociale di Industria e Innovazione.
<b>Prestito Obbligazionario di Industria e Innovazione</b>	Indica il prestito obbligazionario deliberato in data 19 dicembre 2011 dal Consiglio di Amministrazione di Industria e Innovazione per massimi Euro 20.000.000,00 (ventimilioni) ed avente ad oggetto n. 400 titoli di nominali Euro 50.000,00 (cinquantamila) ciascuno.
<b>Regolamento di Industria e Innovazione</b>	Indica il Regolamento per l'effettuazione di operazioni con parti correlate approvato dal Consiglio di Amministrazione di Industria e Innovazione del 29 novembre 2010, ai sensi del Regolamento Consob OPC (come <i>infra</i> definito).
<b>Regolamento Consob OPC</b>	Indica il Regolamento adottato dalla Consob con deliberazione n. 17221 del 12 marzo 2010 come successivamente modificato ed integrato.
<b>Regolamento Emittenti</b>	Indica il Regolamento adottato dalla Consob con deliberazione n. 11971 del 14 maggio 1999, come successivamente modificato ed integrato.

## 1 AVVERTENZE

### 1.1 Rischi connessi ai potenziali conflitti di interessi derivanti dall'Operazione

CIE è stata considerata parte correlata di Industria e Innovazione in quanto, alla data del presente Documento Informativo, essa è controllata da Aurelia S.r.l., *holding* di vertice del Gruppo Gavio, il quale si presume che eserciti un' influenza notevole su Industria e Innovazione, ai sensi del Regolamento di Industria e Innovazione. In particolare, Aurelia S.r.l.:

- detiene, direttamente e, indirettamente tramite la propria controllata Argo Finanziaria S.p.A., una partecipazione del 52,26% in CIE;
- detiene, indirettamente tramite le proprie controllate Argo Finanziaria S.p.A. e Finanziaria di Partecipazioni e Investimenti S.p.A., una partecipazione del 10,477% in Industria e Innovazione; Argo Finanziaria S.p.A. e Finanziaria di Partecipazioni e Investimenti S.p.A. partecipano altresì al Patto di Sindacato, con una partecipazione complessivamente pari al 15,89% delle azioni sindacate.

Si segnala inoltre che:

- Industria e Innovazione detiene una partecipazione del 10% in CIE;
- Il Dott. Federico Caporale, Consigliere Delegato di Industria e Innovazione, ricopre anche la carica di Consigliere di CIE;
- Il Dott. Enrico Arona ricopre le seguenti cariche:
  - Consigliere non indipendente e membro del Comitato Esecutivo di Industria e Innovazione;
  - Consigliere di Argo Finanziaria S.p.A.;
  - Amministratore Delegato di Finanziaria di Partecipazioni e Investimenti S.p.A..

L'Operazione consiste nell'acquisto da parte di Industria e Innovazione di una partecipazione del 10% in Energrid, società controllata al 100% da CIE.

A tale riguardo sono stati adottati da Industria e Innovazione i presidi e le misure previsti dal Regolamento medesimo volti a ridurre il potenziale rischio di un conflitto di interesse.

In particolare (i) il Comitato Consiliare è stato prontamente informato dell'Operazione ed è stato coinvolto nella fase di istruttoria attraverso la ricezione di un flusso di informazioni tempestivo ed adeguato e (ii) ha rilasciato il proprio parere favorevole in merito all'Operazione.

## **2 INFORMAZIONI RELATIVE ALL'OPERAZIONE**

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

Industria e Innovazione è una società quotata sul mercato telematico azionario regolamentato e gestito da Borsa Italiana S.p.A., il cui *core business* è lo sviluppo di progetti integrati nel settore energetico, con l'obiettivo di favorire in particolare la produzione di energia da fonti rinnovabili e la promozione di sistemi tecnologici innovativi che puntino a massimizzare il rendimento energetico, portando le nuove tecnologie alla fase di industrializzazione e ottimizzando i modelli e le tecniche già presenti sul mercato.

CIE detiene, fra l'altro, una partecipazione totalitaria in Energrid, società attiva nel settore della fornitura di energia elettrica e di gas naturale mediante (i) contratti di fornitura strutturati sulla base dello specifico profilo di consumo del cliente, (ii) la messa a disposizione del cliente di strumenti di monitoraggio in tempo reale dell'andamento dei consumi, nonché (iii) l'erogazione di energia elettrica e termica prodotta direttamente presso il sito del cliente.

In data 19 dicembre 2011, il Consiglio di Amministrazione di Industria e Innovazione, previo parere favorevole del Comitato Consiliare, ha deliberato di presentare a CIE una proposta contrattuale per:

- la sottoscrizione di un “Accordo di Programma” finalizzato ad esplorare possibili forme di cooperazione e collaborazione industriale, commerciale e tecnologica fra i rispettivi Gruppi, che consentano di sviluppare congiuntamente i rispettivi business valorizzando al meglio gli assets e sviluppando e diversificando il portafoglio clienti. In particolare l’Accordo di Programma prevede la nomina di un comitato congiunto composto da quattro membri, nominati pariteticamente da Industria e Innovazione e da CIE, che si riunirà periodicamente con lo scopo di valutare ed eventualmente istruire, progetti e/o proposte, di comune interesse per le due società nelle seguenti principali aree di attività:
  - (i) sviluppo dell’area commerciale e del settore marketing, anche attraverso il ricorso al *cross-selling*, con l’obiettivo di diversificare e sviluppare il portafoglio clienti;
  - (ii) nello specifico, nell’ambito dell’area commerciale, sviluppo dell’attività di assistenza e supporto della clientela, con particolare riferimento all’integrazione del servizio di cogenerazione (CHP);
  - (iii) sviluppo dell’attività di ricerca ed innovazione delle tecnologie nel settore delle energie rinnovabili anche mediante il ricorso, da un lato, alle competenze multidisciplinari e pluriennali di Indi nel settore dell’ottimizzazione di processo e di prodotto e, dall’altro, alle specifiche competenze del Gruppo CIE nel settore energetico grazie al suo rapporto interattivo con il cliente finale;
  - (iv) investimenti congiunti e altre forme di cooperazione e/o interazione industriale in specifici progetti di ricerca nel settore delle energie rinnovabili già in fase di studio, con l’obiettivo di potenziare lo sviluppo, massimizzare l’efficientamento e la resa energetica dei nuovi prodotti nella prospettiva di una possibile applicazione diretta e messa in opera;
- nonché, quale prima concreta applicazione delle suddette forme di cooperazione fra i due Gruppi, l’acquisto di una partecipazione del 10% in Energrid.

Il prezzo per la compravendita della partecipazione in Energrid, pari ad Euro 4.000 migliaia, è stato supportato da un parere di congruità reso dall’Esperto Indipendente.

Alla proposta contrattuale è seguita una fase di negoziazione tra le parti per la definizione dei testi dei due contratti che si è conclusa con la stipula dell’Accordo di Programma e del contratto di “compravendita di partecipazioni” in data 29 dicembre 2011.

Di seguito si riportano le condizioni principali del contratto di compravendita di partecipazioni.

Industria e Innovazione ha acquistato da CIE n. 10.000 azioni ordinarie di Energrid, del valore nominale di Euro 10,00 cadauna e pari al 10% del capitale sociale di Energrid.

I rischi e i benefici derivanti dal possesso della partecipazione sono stati trasferiti contestualmente al trasferimento della titolarità della partecipazione avvenuta il 29 dicembre 2011. La compravendita è sottoposta alla condizione risolutiva rappresentata dalla mancata sottoscrizione, o dal mancato

ricevimento di impegni irrevocabili per la sottoscrizione, del Prestito Obbligazionario di Industria e Innovazione pari ad almeno l'80% del suo intero ammontare (la "**Condizione Risolutiva**"); il termine ultimo per la verifica dell'avveramento o meno della condizione suddetta è fissato al 20 gennaio 2012. Subordinatamente al mancato verificarsi della Condizione Risolutiva, il prezzo per l'acquisto della partecipazione, pari ad Euro 4.000 migliaia, è da corrispondersi in quattro tranches da Euro 1.000 migliaia ciascuna, di cui la prima da versarsi entro il 28 febbraio 2012 e le successive in scadenza, rispettivamente al 31 dicembre 2012, al 31 dicembre 2013 ed al 31 dicembre 2014. Le tranches differite sono infruttifere di interessi salvo in caso di mora.

In tema di governance, Industria e Innovazione ha diritto (i) alla nomina di un Consigliere, che avverrà al più tardi alla naturale scadenza del Consiglio di Amministrazione e precisamente con l'approvazione del bilancio chiuso al 31 dicembre 2011 e (ii) alla nomina di un Sindaco effettivo, che avverrà al più tardi alla naturale scadenza del mandato e precisamente con l'approvazione del bilancio chiuso al 31 dicembre 2012.

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

CIE è stata considerata parte correlata di Industria e Innovazione in quanto, alla data del presente Documento Informativo, essa è controllata da Aurelia S.r.l., *holding* di vertice del Gruppo Gavio, il quale si presume che eserciti un' influenza notevole su Industria e Innovazione, ai sensi del Regolamento di Industria e Innovazione. In particolare, alla data del presente Documento Informativo:

- CIE è controllata da Aurelia S.r.l. che direttamente, e indirettamente tramite la propria controllata Argo Finanziaria S.p.A., ne detiene una partecipazione del 52,26%.
- Aurelia S.r.l., tramite le proprie controllate Argo Finanziaria S.p.A. e Finanziaria di Partecipazioni e Investimenti S.p.A., detiene una partecipazione del 10,477% in Industria e Innovazione e partecipa altresì al Patto di Sindacato, con partecipazioni pari al 15,89% delle azioni sindacate.

Il Regolamento di Industria e Innovazione, richiamando i principi indicati nel regolamento Regolamento Consob OPC, stabilisce che *"si presume che un soggetto abbia influenza notevole sulla Società se tale soggetto possiede, direttamente o indirettamente (per esempio tramite società controllate), il 20% dei voti esercitabili nell'assemblea della partecipata, ovvero il 10% se la società partecipata è quotata"*.

Aurelia detiene, per il tramite delle proprie controllate, una partecipazione superiore al 10% del capitale sociale di Industria e Innovazione.

Il Patto di Sindacato, che complessivamente detiene il 58,13% del capitale sociale di Industria e Innovazione contiene le regole di *corporate governance* a garanzia dell'unitarietà di indirizzo della gestione di Industria e Innovazione, nonché i reciproci rapporti fra gli azionisti al fine di assicurare stabilità all'assetto proprietario, e prevede, tra l'altro, (i) un impegno delle parti a non alienare le azioni

sindacate fatti salvi i trasferimenti infragruppo nonché quelli al coniuge, ascendenti e discendenti in linea retta a condizione, in ogni caso, della preventiva adesione dei cessionari al Patto di Sindacato, (ii) la costituzione di organi interni al patto (vale a dire dell'assemblea delle parti e del Comitato Direttivo), (iii) le modalità di composizione degli organi sociali di Industria e Innovazione (Consiglio di Amministrazione e Collegio Sindacale), (iv) un impegno degli aderenti a votare nelle assemblee di Industria e Innovazione in conformità alle deliberazioni assunte dagli organi del sindacato.

In particolare, il Patto di Sindacato attribuisce a ciascun azionista o gruppo di azionisti titolari di almeno il 10% delle azioni sindacate (come nel caso di Aurelia S.r.l.) il diritto di nominare un membro del Comitato Direttivo del Patto di Sindacato che, formato da dieci componenti, delibera sull'indirizzo strategico ed i piani pluriennali della società, sulle materie da sottoporsi all'assemblea delle parti e sull'esercizio del voto nelle assemblee della società.

In considerazione di quanto precede, è possibile configurare una situazione di influenza notevole di Aurelia S.r.l. su Industria e Innovazione anche in forza dei diritti conferiti dal Patto di Sindacato.

Come menzionato, CIE è stata considerata, cautelativamente, parte correlata in quanto società controllata da Aurelia S.r.l. La fattispecie in oggetto non è contemplata in maniera specifica nella definizione di parte correlata prevista dal Regolamento ovvero dal Regolamento Consob. L'interpretazione letterale della disciplina condurrebbe, infatti, a dover considerare parte correlata la società su cui esercita il controllo (o il controllo congiunto) lo stretto familiare di un soggetto che a sua volta esercita un'influenza notevole sulla società (cfr. lett. i) della definizione di parte correlata contenuta nel Regolamento) ma non anche – ed è il caso di specie - la società controllata (o soggetta a controllo congiunto) del medesimo soggetto che esercita l'influenza notevole. Si è deciso peraltro di aderire ad una interpretazione prudentiale della disciplina (con estensione dunque dei casi di applicazione della lett. i) della definizione di parte correlata anche ai soggetti di cui alla lett. d) della medesima definizione). Tale interpretazione conduce in conclusione a ritenere CIE parte correlata di Indi, in quanto società soggetta al controllo di un soggetto (i.e. Aurelia) che a sua volta esercita, seppur indirettamente, un'influenza notevole su Indi medesima.

Si segnala inoltre che:

- Industria e Innovazione detiene una partecipazione del 10% in CIE;
- Il Dott. Federico Caporale, Consigliere Delegato di Industria e Innovazione, ricopre anche la carica di Consigliere di CIE;
- Il Dott. Enrico Arona ricopre, alla data del presente Documento Informativo, le seguenti cariche:
  - Consigliere non indipendente e membro del Comitato Esecutivo di Industria e Innovazione;
  - Consigliere di Argo Finanziaria S.p.A.;
  - Amministratore Delegato di Finanziaria di Partecipazioni e Investimenti S.p.A..

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

L'Operazione si inserisce nel più ampio programma di riposizionamento strategico del Gruppo Industria e Innovazione nel settore delle energie rinnovabili, da tempo annunciato al mercato e già avviato. Nel corso degli esercizi 2010 e 2011, tale percorso, con particolare riferimento all'attività di dismissione degli *assets* immobiliari, è tuttavia risultato fortemente rallentato dallo sfavorevole contesto macroeconomico nazionale ed internazionale, con riflessi sull'assetto finanziario del Gruppo Industria e Innovazione tali per cui, il Consiglio di Amministrazione di Industria e Innovazione ha ritenuto opportuno avviare una nuova fase di riflessione sulla strategia aziendale, finalizzata ad accelerare la focalizzazione dell'attività sociale nel settore delle energie rinnovabili e ad analizzare le diverse opzioni di sviluppo e valorizzazione delle attività, anche in considerazione degli impegni assunti.

Il programma di rifocalizzazione strategica ha portato, tra l'altro, alla sottoscrizione con CIE dell'Accordo di Programma volto ad esplorare possibili forme di cooperazione e collaborazione industriale, commerciale e tecnologica fra i rispettivi Gruppi, che consentano di sviluppare congiuntamente i rispettivi *business*, valorizzando al meglio gli *assets* e sviluppando e diversificando il portafoglio clienti.

L'Operazione di acquisto della partecipazione del 10% in Energrid rappresenta un'interessante opportunità di sviluppo del *core business* di Industria e Innovazione nel settore delle energie rinnovabili, ponendosi nel solco delle più ampie prospettive di interazione e collaborazione tra Indi e il Gruppo CIE sottese all'Accordo di Programma, di cui costituisce il primo concreto atto esecutivo, e permettendo un più compiuto allineamento degli interessi dei due *partners* nel perseguimento dei rispettivi *business*.

Le attività di Industria e Innovazione e di Energrid presentano aree di complementarità che, nell'ambito delle finalità dell'Accordo di Programma, possono essere oggetto di sinergie strategiche al fine di migliorare ulteriormente i rispettivi ambiti di sviluppo e di cogliere le significative opportunità offerte dal mercato, che è sempre più orientato ad adottare sistemi di ottimizzazione energetica complementari alla produzione da energie rinnovabili.

Industria e Innovazione ha sviluppato specifiche competenze tecnico-ingegneristiche con riferimento (i) alla progettazione e realizzazione di sistemi integrati nel settore energetico con l'obiettivo di favorire in particolare la produzione elettrica da biomasse, (ii) all'ottimizzazione di cicli combinati di media potenza e (iii) alle applicazioni dei sistemi di *smart grids*, che possono trovare un ambito di applicazione assolutamente strategico nel settore della fornitura di energia elettrica e di gas naturale in cui opera Energrid.

Fra gli ambiti di sviluppo che potrebbero formare oggetto di cooperazione tra le due società si evidenziano in particolare:

- l'applicazione di alcune soluzioni tecnologiche sviluppate da Industria e Innovazione, che potrebbero rendere Industria e Innovazione il *partner* ideale per integrare ulteriormente il servizio di cogenerazione (CHP) che Energrid già offre ai propri clienti;

- l'installazione presso i clienti Energrid di impianti di cogenerazione alimentati a biogas che, grazie all'esperienza maturata da Industria e Innovazione nei sistemi di digestione anaerobica, potrebbero ottimizzare i riscontri economici dei sistemi di cogenerazione alimentati a gas naturale di piccola e media taglia dei clienti di Energrid;
- l'integrazione tra le competenze multidisciplinari di Industria e Innovazione nel settore dell'ottimizzazione di processo e di prodotto e le specifiche competenze di Energrid nel settore energetico, ambito nel quale Industria e Innovazione sta sviluppando numerosi progetti di ricerca industriale in cui Energrid potrebbe dare un importante contributo per la loro finalizzazione e per, successivamente, la loro offerta a potenziali clienti finali.

La convenienza della società all'acquisto della partecipazione del 10% in Energrid, in considerazione delle motivazioni sopra riportate, è stata valutata in sede di approvazione dell'Operazione da parte del Consiglio di Amministrazione della società in data 19 dicembre 2011, previo parere favorevole del Comitato Consiliare.

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

Il corrispettivo stabilito nel contratto di compravendita per l'acquisto del 10% del capitale sociale di Energrid è pari ad Euro 4.000 migliaia, prezzo ritenuto congruo, dal punto di vista finanziario, anche dall'Esperto Indipendente e dal Comitato Consiliare.

Il Prof. Francesco Perrini, iscritto all'ordine dei Dottori Commercialisti di Milano e nel registro dei Revisori Contabili, è stato incaricato da Industria e Innovazione, quale Esperto Indipendente nella stima del valore della quota azionaria del 10% di Energrid, per supportare l'organo deliberativo di Industria e Innovazione ed il Comitato Consiliare nell'ambito di un'ipotesi di acquisizione della stessa da CIE.

Ai sensi dell'art. 8 del Regolamento di Industria e Innovazione, copia del parere dell'Esperto Indipendente è allegata al presente Documento Informativo.

In particolare la valutazione dell'Esperto Indipendente è stata effettuata applicando il metodo finanziario dell'Unlevered Free Cash Flow che si basa su considerazioni relative alla capacità dell'azienda di creare valore, a partire dalla sua capacità di generare liquidità.

Di seguito si riportano le principali assunzioni alla base della valutazione dell'Esperto Indipendente:

- i flussi di cassa operativi (FCFO) per il periodo 2012 – 2015 sono stati estratti dal Business Plan redatto da Energrid;
- l'aliquota di imposta figurativa attesa per i flussi di cassa utilizzata è pari alla somma dell'aliquota IRES, della maggiorazione dell'aliquota IRES (c.d. "Robin Tax"), e dell'aliquota IRAP, e complessivamente pari al 38%;
- il tasso di crescita perpetuo  $g$  è stimato al 2% avendo valutato le prospettive future del mercato di riferimento della società;

- l'orizzonte temporale della valutazione è di quattro anni.

Il tasso di attualizzazione (WACC - costo medio ponderato del capitale) utilizzato, pari al 7%, è stato calcolato dall'Esperto Indipendente sulla base di un  $K_e$  (costo del capitale azionario) del 16,3% e di un  $K_d$  (costo medio del capitale di debito) del 4,4%, sulla base dei seguenti parametri:

per la determinazione del  $K_e$

- tasso d'interesse privo di rischio pari al 6,06% corrispondente al rendimento, al lordo della fiscalità, dei BTP decennali al 31 ottobre 2011, al netto dell'aliquota fiscale del 12,5%;

- premio per il rischio pari al 6,50%;

- premio addizionale per il rischio del 2% per tenere conto della dimensione e dell'assenza di liquidità delle azioni della società in quanto non quotata;

- un coefficiente beta unlevered pari allo 0,91.

per la determinazione del  $K_d$

- un costo medio del capitale di debito - al netto della fiscalità - pari al 4,4% calcolato come IRS a 10 anni (pari al 2,65% al 31 ottobre 2011) più 400 bps in accordo con l'attuale situazione dei mercati finanziari.

La leva finanziaria ( $D/D+E$ ) utilizzata dall'Esperto Indipendente è il 78%, pari alla media di settore e al valore medio della leva prevista nel Business Plan per il periodo 2012 – 2015.

Ai flussi di cassa attualizzati è stata aggiunta la stima del valore terminale attualizzato. Il valore terminale è stato determinato attualizzando, con il medesimo WACC, il flusso di cassa operativo (FCFO) al 2016, calcolato a partire dal flusso di cassa operativo al 2015 con un tasso di crescita  $g$  dello 0,5%.

Dall'attualizzazione dei flussi di cassa operativi da piano e del valore terminale, l'Esperto Indipendente stima l'Enterprise Value in circa Euro 86.700 migliaia. Tenuto conto della posizione finanziaria netta forecast al 31 dicembre 2011, pari ad Euro 46.600 migliaia ca., il valore dell'Equity Value è stimato in Euro 40.100 migliaia. La quota del 10% del patrimonio netto di Energrid, pertanto è stimata in circa Euro 4.000 migliaia.

Per la completezza della valutazione, è stata inoltre effettuata un'analisi di sensitività per valutare gli impatti sulla valutazione (i) di variazioni nel tasso di crescita  $g$ , comprese tra 1,5% e 2,5%, e (ii) nel tasso di attualizzazione, comprese tra il 6,80% e il 7,20%.

A seguito dell'analisi di sensitività, l'Esperto Indipendente ha stimato il valore della Energrid nell'ambito di un range compreso tra Euro 35.000 migliaia ed Euro 46.000 migliaia e conseguentemente il valore della quota azionaria del 10% di Energrid nell'ambito di un range compreso tra Euro 3.500 migliaia ed Euro 4.600 migliaia.

## **2.5 Illustrazione degli effetti economici, patrimoniali e finanziari dell'Operazione, fornendo almeno gli indici di rilevanza applicabili**

I principali effetti economico-patrimoniali e finanziari derivanti dalla sottoscrizione del contratto di compravendita della partecipazione di minoranza nel capitale sociale di Energrid sono costituiti da un incremento nel valore delle partecipazioni detenute in altre imprese, nel totale attivo di Industria e Innovazione, con contropartita i debiti finanziari, rappresentati dal corrispettivo stabilito nel contratto di

compravendita adeguatamente attualizzati al fine di stornarne gli interessi impliciti fino alla data di scadenza in accordo con quanto previsto dallo IAS 39.

Di seguito vengono riportati i principali dati economici e finanziari desunti da bilancio di esercizio di Energrid al 31 dicembre 2010, predisposto secondo i principi contabili nazionali, ultimo bilancio approvato dalla società.

(dati in Euro/migliaia)	<b>31.12.2010</b>
Totale Attivo	144.200
Totale Passivo	(134.597)
Patrimonio Netto	(9.603)
Valore della produzione	476.809
Costi della produzione	(474.669)
Utile (perdita) di esercizio	1.183

L'Operazione è di "maggiore rilevanza" in quanto l'indice di rilevanza del controvalore risulta superiore alla soglia del 5% ai sensi del Regolamento Consob OPC e del Regolamento di Industria e Innovazione. Tale informazione è stata ottenuta rapportando il controvalore dell'Operazione (pari ad Euro 3.700 migliaia ca, corrispondente al corrispettivo di Euro 4.000 migliaia, attualizzato nei termini descritti) con il patrimonio netto consolidato di Industria e Innovazione al 30 giugno 2011 (pari ad Euro 53.344 migliaia).

Sulla base delle informazioni più aggiornate disponibili, l'Operazione non supererebbe i parametri di significatività per la redazione del relativo Documento Informativo su operazioni di acquisizione o cessione di cui all'art. 71 del Regolamento Emittenti. Conseguentemente, Industria e Innovazione non prevede di pubblicare il menzionato Documento Informativo.

## **2.6 Incidenza dell'Operazione sui compensi dei componenti dell'organo di amministrazione della società e/o di società da questo controllate**

Il perfezionamento dell'Operazione non incide sui compensi dei componenti dell'organo amministrativo di Industria e Innovazione e/o di altre società del Gruppo ad essa facente capo.

## **2.7 Informazioni relative agli strumenti finanziari della società detenuti dai componenti degli organi di amministrazione e controllo, direttori generali e dirigenti dell'emittente eventualmente coinvolti nell'Operazione e agli interessi di questi ultimi in operazioni straordinarie**

Le parti correlate coinvolte nell'Operazione non sono componenti degli organi di amministrazione e controllo e/o i dirigenti di Industria e Innovazione.

Nel corso della seduta consiliare del 19 dicembre 2011 che ha deliberato di presentare la proposta contrattuale di acquisto della partecipazione del 10% in Energrid, il Consigliere Delegato Dott. Federico Caporale ha informato gli altri componenti del Consiglio di Amministrazione ed i componenti

del Collegio Sindacale di essere portatore di un potenziale interesse rilevante ai sensi dell'art. 2391 del Codice Civile, precisando la natura, i termini, l'origine e la portata dell'interesse dichiarato. In particolare, alla data del presente Documento Informativo, il Dott. Federico Caporale ricopre la carica di Consigliere di Amministrazione in CIE.

Il Consigliere Dott. Enrico Arona, anch'egli portatore di un potenziale interesse rilevante ai sensi dell'art. 2391 in quanto ricopre le cariche di Consigliere di Amministrazione di Argo Finanziaria S.p.A., nonché di Amministratore Delegato di Finanziaria di Partecipazioni e Investimenti S.p.A., non ha preso parte alla seduta consiliare suddetta, in quanto assente giustificato.

## **2.8 Indicazione degli organi o degli Amministratori che hanno condotto o partecipato alle trattative e/o istruito e/o approvato l'Operazione, specificando i rispettivi ruoli con particolare riguardo agli Amministratori indipendenti.**

Le valutazioni in merito all'acquisto della partecipazione di minoranza nel capitale sociale di Energrid sono state effettuate dagli Amministratori Delegati di Industria e Innovazione.

La proposta contrattuale di acquisto è stata sottoposta all'approvazione del Consiglio di Amministrazione in data 19 dicembre 2011, che ha provveduto ad approvarne i termini e le condizioni.

Il Comitato Consiliare, chiamato ad esprimere il proprio parere con riferimento a tale tipologia di operazioni, come previsto nel Regolamento di Industria e Innovazione, è stato prontamente informato dell'Operazione ed è stato coinvolto nella fase di istruttoria attraverso la ricezione di un flusso informativo tempestivo ed adeguato inerente all'Operazione.

Il Comitato Consiliare ha reso il proprio parere favorevole in data 19 dicembre 2011 prima dell'approvazione dell'Operazione da parte del Consiglio di Amministrazione, dandone lettura nel corso della seduta. Il Comitato Consiliare si è avvalso, per la formulazione del proprio parere, del parere dell'Esperto Indipendente.

Il Consiglio di Amministrazione, nella seduta del 19 dicembre 2011, ha deliberato, con il voto favorevole di tutti i Consiglieri presenti, di presentare la proposta contrattuale per l'acquisto della partecipazione del 10% in Energrid alle condizioni essenziali sopra riportate.

Il Collegio Sindacale, all'unanimità, ha dato il proprio assenso all'Operazione.

Ai sensi dell'art. 8 del Regolamento di Industria e Innovazione, copia del parere dell'Esperto Indipendente e copia del parere favorevole espresso dal Comitato Consiliare sono allegate al presente Documento Informativo.

## **DICHIARAZIONE DEL DIRIGENTE PREPOSTO ALLA REDAZIONE DEI DOCUMENTI CONTABILI SOCIETARI**

Il Dirigente Preposto alla redazione dei documenti contabili societari, Dott. Erminio Vacca, dichiara, ai sensi dell'art. 154-bis comma 2, del D.Lgs. n. 58/1998 (Testo Unico della Finanza), che l'informativa contabile contenuta nel presente Documento Informativo corrisponde alle risultanze documentali, ai libri e alle scritture contabili.

*f.to Erminio Vacca*

**ALLEGATO 1 - Parere del Comitato consiliare di Industria e  
Innovazione S.p.A. per l'effettuazione delle operazioni con parti  
correlate**

Milano, 19 dicembre 2011

Ai componenti del Consiglio di Amministrazione  
di Industria e Innovazione S.p.A.

**Oggetto: parere del comitato per le operazioni con parti correlate ai sensi del Regolamento del Gruppo Industria e Innovazione S.p.A. per l'effettuazione delle operazioni con parti correlate.**

Egregi Signori,

facciamo seguito alle comunicazioni degli Amministratori Delegati di Industria e Innovazione S.p.A. ("**Indi**" o "**Società**") ricevute dal Comitato per le Operazioni con Parti Correlate (il "**Comitato**") e agli incontri che si sono succeduti, da ultimo quello svoltosi in data odierna presso gli uffici del Presidente del Consiglio di Amministrazione, tra gli Amministratori Delegati di Indi, Dott. Federico Caporale e Dott. Valerio Fiorentino, ed i membri del Comitato, Ing. Carlo Peretti, Avv. Vincenzo Nicastro e Dott.ssa Roberta Battistin, relativamente a:

(i) la prospettata emissione da parte di Indi di un prestito obbligazionario non convertibile dell'importo massimo di Euro 20 milioni da offrire in sottoscrizione ad alcuni soci di Indi e con facoltà di collocamento anche a terzi investitori, come meglio descritto *infra* (il "**Prestito Obbligazionario**");

nonché

(ii) ad un progetto avente ad oggetto l'esplorazione delle possibili forme di cooperazione e collaborazione industriale, commerciale e tecnologica con il Gruppo Gavio. In particolare, ci è stato rappresentato che in tale ambito sono attualmente in corso trattative tra Indi e Compagnia Italiana Energia S.p.A. ("**CIE**") - *sub-holding* del Gruppo Gavio attiva nel settore dell'energia - finalizzate alla possibile sottoscrizione di un accordo di programma (l'"**Accordo di Programma**"), nel cui ambito e quale primo concreto atto esecutivo di tali intese verrebbe fra l'altro formulata da parte di Indi una proposta per l'acquisto di una partecipazione di minoranza nel capitale di Energrid S.p.A. ("**Energrid**"), società interamente partecipata da CIE (la "**Compravendita Energrid**").

Tale informativa si è resa necessaria al fine di valutare con i membri del Comitato la procedura da seguire nelle varie fasi delle predette operazioni, in virtù della natura di parte correlata rispetto ad Indi dei soci destinatari dell'offerta di sottoscrizione del Prestito Obbligazionario, e – potenzialmente (per le ragioni meglio spiegate in seguito) – di CIE, in caso di positiva conclusione

delle negoziazioni finalizzate alla sottoscrizione dell'Accordo di Programma ed alla possibile conclusione della Compravendita Energrid, ed avviare l'*iter* di approvazione previsto dal regolamento del Gruppo Industria e Innovazione per l'effettuazione di operazioni con parti correlate approvato dal Consiglio di Amministrazione del 29 novembre 2010 (il "**Regolamento**").

Tenuto conto che, in base a quanto attualmente ipotizzabile dal *management* della Società, le suddette possibili operazioni verrebbero, verosimilmente, poste in essere in maniera pressoché contestuale, si è ritenuto opportuno effettuare una trattazione congiunta delle stesse nel presente parere.

Le informazioni forniteci da parte dei rappresentanti della Società nel corso dei vari incontri, hanno riguardato (i) la descrizione degli elementi essenziali del Prestito Obbligazionario unitamente al raffronto tra le condizioni dello stesso rispetto alle condizioni ottenute dalla Società nell'ambito delle più recenti operazioni di indebitamento presso il sistema bancario; (ii) lo stato di avanzamento delle trattative finalizzate alla sottoscrizione dell'Accordo di Programma e la descrizione degli elementi essenziali della proposta che si intende formulare per la Compravendita Energrid, unitamente alla Relazione di Stima come *infra* definita; (iii) la situazione di correlazione tra le società del Gruppo Gavio coinvolte nelle suddette operazioni ed Indi; (iv) il superamento degli indici di maggiore rilevanza ai sensi del Regolamento con riferimento alle suddette operazioni complessivamente considerate; e (v) l'interesse del Gruppo Indi all'effettuazione delle operazioni.

Si è unanimemente convenuto di applicare la deroga relativa alla cadenza temporale dei vari adempimenti prevista dall'articolo 6.3 del Regolamento, in considerazione del fatto che le informazioni preliminarmente ricevute nel corso degli incontri che si sono succeduti ancorché non complete e in via di affinamento, erano comunque idonee a individuare i tratti fondamentali delle operazioni in esame e della particolare urgenza con cui si sono sviluppate le relative varie fasi, tenuto anche conto dell'imminente scadenza del Debito Alerion come *infra* definito.

Il presente parere viene quindi reso dal Comitato, secondo le vigenti disposizioni di legge e regolamentari ed in conformità a quanto previsto dal Regolamento adottato da Indi.

Si dà atto che il Consiglio di Amministrazione di Indi si riunirà in data odierna per (i) approvare l'emissione del Prestito Obbligazionario, (ii) approvare il progetto volto ad individuare possibili sinergie industriali con il Gruppo Gavio e, in tale ambito, approvare i principali termini e condizioni della proposta da formulare per la Compravendita Energrid, dando mandato all'amministratore delegato per negoziare e concludere l'Accordo di Programma ed il contratto per la Compravendita Energrid secondo i termini e le condizioni individuate.

## **1. Descrizione delle operazioni e del *rationale* strategico per Indi**

In base alle informazioni fornite dal *management* e alle evidenze documentali pervenute a questo Comitato, si riportano di seguito le principali caratteristiche delle operazioni in oggetto.

### Il Prestito Obbligazionario

Con riferimento al Prestito Obbligazionario, si evidenzia che il processo di dismissione delle attività immobiliari programmato da Indi per il 2011 è stato rallentato da fattori esogeni al Gruppo, legati all'attuale contesto macroeconomico nazionale ed internazionale di incertezza, generando minori entrate rispetto a quanto previsto nel piano economico-finanziario presentato in occasione della fusione con Realty Vailog S.p.A..

Ciò ha reso necessaria l'individuazione di fonti alternative di finanziamento al fine, tra l'altro, di rimborsare il debito esistente nei confronti di Alerion Clean Power S.p.A. ("**Alerion**") in scadenza il 31 dicembre 2011 ("**Debito Alerion**"), nonché di consentire alla Società di proseguire con maggiore flessibilità nel piano di riposizionamento strategico del *business* e nel programma di dismissione dei propri *assets* immobiliari, beneficiando delle migliori condizioni di mercato tempo per tempo rinvenibili, nella prospettiva della massimizzazione del valore di cessione.

In proposito, la Società ha individuato nel Prestito Obbligazionario un possibile strumento per far fronte alle predette esigenze.

In vista di quanto precede, la Società ha inviato ad Alerion in data 14 dicembre 2011 una formale richiesta di moratoria (c.d. "*stand still*") sul Debito Alerion affinché la stessa Alerion si astenga fino al 31 gennaio 2012 dal porre in essere alcuna azione, anche giudiziaria, volta ad ottenere il pagamento dello scaduto.

In relazione a tale richiesta, che consentirebbe di beneficiare di un tempo ritenuto dal *management* di Indi adeguato per consentire la sottoscrizione del Prestito Obbligazionario, non si è resa necessaria l'applicazione delle procedure previste nel Regolamento - sebbene la moratoria sia relativa ad una operazione con una parte correlata di Indi - dal momento che lo *stand still* vincolerebbe i comportamenti della sola Alerion.

Il Prestito Obbligazionario presenta le seguenti caratteristiche principali:

- (i) le obbligazioni saranno nominative e verranno emesse entro il 31 marzo 2012 con un taglio minimo pari ad Euro 50.000;
- (ii) la scadenza del Prestito Obbligazionario è fissata al 31 dicembre 2016, con rimborso in un'unica soluzione a scadenza e facoltà per la Società di effettuare rimborso anticipato;
- (iii) il tasso di interesse annuo sarà pari all'Euribor 1 mese base 360 rilevato il primo giorno del mese in cui interverrà il pagamento, aumentato di 360 *bps*, al lordo delle imposte e tasse che per legge faranno carico ai sottoscrittori;
- (iv) i titoli obbligazionari non verrebbero al momento quotati sui mercati di borsa.

Si segnala che è stata sottoposta ad MPS Capital Services una richiesta di *waiver* ai sensi del contratto di finanziamento sottoscritto fra quest'ultima ed Indi in data 15 aprile 2010, anche in ragione del fatto che l'emissione del Prestito Obbligazionario costituirebbe una forma di ulteriore indebitamento della Società, con impatto sui *covenant* finanziari ivi previsti.

La struttura individuata permetterebbe, nella sostanza, di rifinanziare a medio/lungo termine il Debito Alerion con una consistente riduzione degli oneri per interessi.

Il prestito sarebbe offerto in sottoscrizione ai principali azionisti della Società, fra cui quelli aderenti al patto di sindacato sottoscritto in data 27 novembre 2008, come successivamente modificato ed integrato in data 5 febbraio 2010 (il "**Patto di Sindacato**"), con facoltà di collocamento anche a terzi investitori che verranno individuati anche con l'intervento dell'*advisor* finanziario della Società, Borghesi Colombo & Associati.

In particolare, ci è stato riferito che, per un verso, il *management* ha svolto delle verifiche preliminari con i principali soci aderenti al Patto di Sindacato (tra cui il Gruppo Gavio, cui fa complessivamente capo una quota dell'11,62% del capitale di Indi), che starebbero positivamente valutando la sottoscrizione di una porzione del Prestito Obbligazionario e, per altro verso, Borghesi Colombo & Associati ha già avviato alcuni contatti per verificare la disponibilità a sottoscrivere il Prestito Obbligazionario presso terzi potenziali investitori.

Anche sulla base dei preliminari riscontri ricevuti, il *management* ritiene che il Prestito Obbligazionario rappresenti la modalità adeguata, per caratteristiche e tempistica, a consentire il rispetto delle scadenze finanziarie a breve, garantendo il tempo necessario a completare il piano di dismissioni in corso, nonché il raggiungimento degli obiettivi di riposizionamento strategico delle proprie attività nel settore energetico, da tempo annunciato al mercato e già avviato.

#### L'Accordo di Programma e la Compravendita Energrid

Il *management* di Indi ha rappresentato che la Società – coerentemente con gli obiettivi di riposizionamento strategico delle proprie attività da tempo annunciato al mercato - ha interesse ad accelerare la focalizzazione nel *core business* del settore delle energie rinnovabili.

In questa prospettiva, la Società ritiene che le proprie attività e quelle del gruppo facente capo a CIE, società già partecipata al 10%, presentino diversi ambiti di complementarità che potrebbero portare a creare delle sinergie strategiche, al fine di migliorare ulteriormente i rispettivi ambiti di sviluppo.

CIE, infatti, è una *sub-holding* del Gruppo Gavio **che, anche per il tramite delle proprie controllate e collegate**, opera attivamente nello sviluppo di iniziative energetiche, con particolare riferimento ai seguenti ambiti: (i) *trading* energetico; (ii) generazione da fonti rinnovabili e tradizionali; (iii) efficienza energetica; (iv) reti di trasporto e distribuzione dell'energia elettrica; (v) sviluppo di sistemi energetici territoriali integrati.

CIE ed Indi hanno pertanto avviato preliminari discussioni dalle quali è emerso un reciproco interesse a valutare possibili iniziative comuni che consentano di sviluppare congiuntamente i rispettivi *business*, valorizzando al meglio gli *assets* e diversificando ed incrementando il portafoglio clienti.

In proposito, Indi intenderebbe proporre a CIE la sottoscrizione di un Accordo di Programma (l'**Accordo di Programma**) avente ad oggetto le possibili forme di cooperazione e collaborazione fra

i rispettivi gruppi e le modalità tecnico-operative mediante le quali poter avviare le eventuali iniziative industriali.

In particolare, l'Accordo di Programma prevedrebbe la costituzione di un apposito comitato consultivo, formato da componenti pariteticamente nominati da entrambe le società, che si riunirà periodicamente con lo scopo di valutare ed eventualmente istruire, progetti e/o proposte, di comune interesse per le due società nelle seguenti principali aree di attività:

- (i) sviluppo dell'area commerciale e del settore *marketing*, con l'obiettivo di diversificare e sviluppare il portafoglio clienti;
- (ii) nello specifico, nell'ambito dell'area commerciale, sviluppo dell'attività di assistenza e supporto della clientela, con particolare riferimento all'integrazione del servizio di cogenerazione (CHP);
- (iii) sviluppo dell'attività di ricerca ed innovazione delle tecnologie nel settore delle energie rinnovabili anche mediante il ricorso, da un lato, alle competenze multidisciplinari e pluriennali di Indi nel settore dell'ottimizzazione di processo e di prodotto e, dall'altro, alle specifiche competenze del gruppo facente capo a CIE nel settore energetico grazie al suo rapporto interattivo con il cliente finale;
- (iv) investimenti congiunti e altre forme di cooperazione e/o interazione industriale in specifici progetti di ricerca nel settore delle energie rinnovabili già in fase di studio, con l'obiettivo di potenziare lo sviluppo, massimizzare l'efficientamento e la resa energetica dei nuovi prodotti nella prospettiva di una possibile applicazione diretta e messa in opera.

Nel più ampio ambito delle potenziali forme di interazione e collaborazione tra la stessa Indi e il gruppo facente capo a CIE, la Società sarebbe inoltre intenzionata a formulare a CIE una proposta per l'acquisizione di una partecipazione pari al 10% del capitale sociale di Energrid, cui farebbe seguito l'avvio di una serie di iniziative comuni fra le due società. In base a quanto rappresentatoci dal *management*, l'ingresso nel capitale di Energrid permetterebbe un più compiuto allineamento degli interessi dei due *partners*, nel perseguimento dei rispettivi *business*.

Energrid è una società attiva nel settore della fornitura di energia elettrica mediante contratti di fornitura strutturati sulla base dello specifico profilo di consumo del cliente, la messa a disposizione del cliente di strumenti di monitoraggio in tempo reale dell'andamento dei consumi, nonché l'erogazione di energia elettrica e termica prodotta direttamente presso il sito del cliente.

Secondo quanto rappresentatoci, Energrid, come controllata del Gruppo Gavio nel settore energia, si sta altresì orientando a valutare possibili opportunità di sviluppo della convergenza futura tra il settore delle costruzioni e delle infrastrutture con il settore dell'energia: efficienza energetica, generazione distribuita e integrazione dei generatori da fonti rinnovabili, ambiti nei quali Indi ha nel tempo sviluppato specifiche competenze tecnico-ingegneristiche.

In tale prospettiva, le tecnologie sviluppate da Indi potrebbero trovare un ambito di applicazione strategico e la Società potrebbe, fra l'altro, costituire il *partner* ideale per integrare ulteriormente il servizio di cogenerazione (CHP) che già Energrid offre ai suoi clienti nello studio dell'offerta più adatta alle esigenze del cliente stesso.

Sulla base delle informazioni ricevute dal *management* della Società, la proposta che Indi intende presentare ha per oggetto l'acquisto, entro il 31 dicembre 2011, di n. 10.000 azioni ordinarie Energrid, pari al 10% del relativo capitale sociale, per un corrispettivo complessivo pari ad Euro 4 milioni, di cui:

- (i) Euro 1 milione da corrispondere entro il 28 febbraio 2012;
- (ii) Euro 3 milioni da corrispondere in tre *tranche* di pari importo senza interessi, rispettivamente, entro il 31 dicembre 2012, 31 dicembre 2013 e 31 dicembre 2014.

Le *tranche* di prezzo differite non saranno fruttifere, salvo il caso di mora. In tal caso, qualora i pagamenti non siano effettuati da Indi nei termini previsti a causa di comprovati squilibri finanziari, decorsi i rispettivi termini di scadenza gli stessi diventeranno fruttiferi di interessi ad un tasso annuo pari all'Euribor 1 mese base 360 rilevato il primo giorno del mese in cui è previsto il pagamento aumentato di 250 bps.

La proposta prevede che Indi benefici di alcuni diritti di *governance* ed in particolare abbia la facoltà di designare un componente del Consiglio di Amministrazione ed un componente del Collegio Sindacale di Energrid. Sarebbero altresì previste clausole di *tag along* e *drag along*.

Tenuto conto dell'entità della partecipazione e anche dell'intenzione di concludere quanto prima l'operazione, non è stata effettuata e non verrà effettuata una attività di *due diligence* legale, contabile e/o fiscale su Energrid, ma il relativo contratto di compravendita conterrà un set di rappresentazioni e garanzie rilasciate dal venditore in linea con la prassi per operazioni di questo tipo e caratteristiche.

La proposta prevede che l'Accordo di Programma sia sottoscritto contestualmente all'acquisto della partecipazione in Energrid.

L'efficacia dell'Accordo di Programma e della Compravendita Energrid, che presuppone l'accettazione della richiesta di *stand still* da parte di Alerion, verrebbe risolutivamente condizionata alla mancata sottoscrizione e/o al mancato ricevimento, entro il 15 gennaio 2012, di impegni irrevocabili a sottoscrivere il Prestito Obbligazionario per almeno l'80% dell'intero ammontare del Prestito Obbligazionario stesso.

Come accennato, la complessiva operazione di collaborazione industriale e strategica si muove nell'ottica di sviluppare ulteriormente la focalizzazione degli impegni della Società nel *core business* del settore delle energie rinnovabili.

Per altro verso, si nota che tale offerta potrebbe essere favorevolmente valutata dal Gruppo Gavio anche nel contesto delle riflessioni attualmente in corso con riferimento alla sottoscrizione del Prestito Obbligazionario.

### 3. Rapporto di correlazione tra le società coinvolte nelle operazioni ed Indi

Aurelia S.r.l. ("**Aurelia**"), *holding* di vertice del Gruppo Gavio, risulta indirettamente titolare di una partecipazione complessiva pari all'11,62% del capitale sociale di Indi. Più in particolare, Aurelia detiene detta partecipazione per il tramite della società controllata Finanziaria di Partecipazioni e Investimenti S.p.A ("**FPI**"), proprietaria del 2,24% del capitale di Indi, e della controllata Argo Finanziaria S.p.A. ("**Argo**"), titolare del restante 9,38%.

Tale partecipazione è stata in parte conferita nel Patto di Sindacato e rappresenta il 15,89% delle azioni complessivamente conferite, attribuendo, seppur indirettamente, ad Aurelia la posizione di primo singolo azionista aderente al Patto di Sindacato.

Il Patto di Sindacato attribuisce a ciascun azionista o gruppo di azionisti titolari di almeno il 10% delle azioni sindacate il diritto di nominare un membro del Comitato Direttivo del Patto di Sindacato.

Alla luce di quanto sopra, occorre dunque verificare se Aurelia eserciti o non, per il tramite delle proprie controllate, un'influenza notevole su Indi, vale a dire, come indicato nel Regolamento, abbia *"il potere di partecipare alla determinazione delle politiche finanziarie e gestionali di un'entità senza averne il controllo"*.

In merito a tale definizione, il Regolamento, richiamando i principi indicati nel regolamento Consob 17221/2010 (il "**Regolamento Consob**"), chiarisce ulteriormente quanto segue: *"l'Influenza Notevole può essere ottenuta attraverso il possesso di azioni, tramite clausole statutarie o accordi. La presenza di un soggetto in possesso della maggioranza assoluta o relativa dei diritti di voto non preclude necessariamente ad altro soggetto di avere un'Influenza Notevole."*

*Si presume che un soggetto abbia Influenza Notevole sulla Società se tale soggetto possiede, direttamente o indirettamente (per esempio tramite società controllate), il 20% dei voti esercitabili nell'assemblea della partecipata, ovvero il 10% se la società partecipata è quotata.*

*Il verificarsi di una o più delle seguenti circostanze costituisce indice dell'esistenza di un'Influenza Notevole:*

*(a) la rappresentanza nel Consiglio di Amministrazione, o nell'organo equivalente, della partecipata;*

*(b) la partecipazione nel processo decisionale, inclusa la partecipazione alle decisioni in merito ai dividendi o ad altro tipo di distribuzione degli utili;*

*(c) la presenza di operazioni rilevanti tra la partecipante e la partecipata;*

*(d) l'interscambio di personale dirigente;*

*(e) la messa a disposizione di informazioni tecniche essenziali.”*

Come accennato Aurelia detiene, per il tramite delle proprie controllate, una partecipazione superiore al 10% del capitale sociale di Indi.

In aggiunta, le analisi condotte con l'assistenza degli *advisor* legali portano a ritenere, quanto meno in via prudenziale, che si possa configurare una situazione di influenza notevole di quest'ultima su Indi anche in forza dei diritti conferiti dal Patto di Sindacato.

Per altro verso, la medesima Aurelia, direttamente e indirettamente, tramite Argo, partecipa al capitale sociale di CIE - che, come già detto, sarebbe controparte di Indi nella Compravendita Energrid - detenendo complessivamente circa il 52,26% del relativo capitale sociale.

Per completezza, si segnala inoltre che il Dott. Federico Caporale è membro del Consiglio di Amministrazione di CIE e il Dott. Enrico Arona, consigliere di Indi, è esponente di rilievo di società del Gruppo Gavio.

Sull'argomento si segnala che la fattispecie in oggetto non è contemplata in maniera specifica nella definizione di parte correlata prevista dal Regolamento ovvero dal Regolamento Consob. Su questo tema sono state condotte valutazioni con i consulenti legali di Indi da cui è emersa l'esigenza di riservare alle operazioni descritte nel presente parere il trattamento previsto per un'operazione con parti correlate. L'interpretazione letterale della disciplina condurrebbe, infatti, a dover considerare parte correlata la società su cui esercita il controllo (o il controllo congiunto) lo stretto familiare di un soggetto che a sua volta esercita un'influenza notevole sulla società (cfr. lett. i) della definizione di parte correlata contenuta nel Regolamento) ma non anche – ed è il caso di specie – la società controllata (o soggetta a controllo congiunto) del medesimo soggetto che esercita l'influenza notevole.

Si è deciso pertanto di aderire ad una interpretazione prudentiale della disciplina (con estensione dunque dei casi di applicazione della lett. i) della definizione di parte correlata anche ai soggetti di cui alla lett. d) della medesima definizione<sup>1</sup>). Tale interpretazione conduce in conclusione a ritenere CIE, FPI ed Argo e, più in generale, le società del Gruppo Gavio controllate da Aurelia, parti correlate di Indi, in quanto società soggette al controllo di un soggetto (i.e. Aurelia) che, a propria volta, esercita, seppur indirettamente, un'influenza notevole sulla medesima Indi.

Entrambe le operazioni oggetto del presente parere vanno infine qualificate come operazioni di maggiore rilevanza ai sensi del Regolamento in quanto l'indice di rilevanza del controvalore, come definito nel Regolamento, risulta, in entrambi i casi, superiore alla soglia del 5%.

#### **4. Valutazioni sulla congruità delle condizioni di emissione del Prestito obbligazionario e sussistenza dell'interesse della Società al compimento dell'operazione**

Per quanto riguarda l'emissione del Prestito Obbligazionario, è opinione del *management* che il ricorso a tale forma di finanziamento possa consentire alla Società di far fronte in maniera efficace alle esigenze finanziarie di breve periodo, con particolare riferimento al rimborso del Debito Alerion, assicurando la regolare prosecuzione del piano di dismissione degli *assets* immobiliari della Società.

I preliminari riscontri già ottenuti circa la disponibilità a valutare la sottoscrizione da parte di alcuni soggetti, riferitici dal *management*, inducono inoltre a ritenere che l'operazione possa essere ragionevolmente perfezionata in tempi brevi ed a condizioni economiche che, in base alle valutazioni condotte dalla Società e da questa riferiteci, appaiono vantaggiose per Indi, garantendo nella

---

<sup>1</sup> In base al Regolamento, un soggetto è parte correlata a una società se:

- (a) è un soggetto che direttamente o indirettamente, anche attraverso società controllate, fiduciarie o interposte persone (fisiche o giuridiche) esercita il controllo, anche congiuntamente, sulla Capogruppo ovvero è soggetto a comune controllo con la Capogruppo;
- b) è una Società del Gruppo Indi. In particolare, fanno parte del Gruppo Indi la Capogruppo, e le società direttamente o indirettamente controllate dalla stessa così come risultante dall'elenco delle Parti Correlate contenuto nell'Archivio Informatico della Capogruppo;
- c) è un soggetto che direttamente o indirettamente, anche attraverso società controllate, fiduciarie o interposte persone (fisiche o giuridiche) detiene una partecipazione in una Società del Gruppo Indi tale da poter esercitare una Influenza Notevole sulla stessa;
- d) è una società ove una Società del Gruppo Indi esercita, anche indirettamente, un'Influenza Notevole. In particolare, rientrano in tali categorie, ad esempio, le società collegate ex art. 2359, comma 3, del codice civile;
- e) è una società ove una Società del Gruppo Indi esercita, anche indirettamente, un Controllo Congiunto;
- f) è una Joint Venture in cui una Società del Gruppo Indi partecipa;
- g) è uno dei Dirigenti con Responsabilità Strategiche di una Società del Gruppo Indi o di una sua Controllante.
- h) è uno "Stretto Familiare" dei soggetti indicati nella lett. g);
- i) è una entità sulla quale uno dei soggetti ricompresi nelle precedenti lett. g) o h) esercita il Controllo, il Controllo Congiunto o l'Influenza Notevole o detiene, direttamente o indirettamente, una quota significativa dei diritti di voto (almeno il 20% dei voti esercitabili, ovvero il 10% se la società è quotata);
- j) è un fondo pensionistico complementare, collettivo o individuale, italiano o estero, costituito a favore dei dipendenti di una Società appartenente al Gruppo Indi, o di una qualsiasi altra entità alla stessa correlata;
- k) è una Special Purpose Entity (S.P.E.) nella quale una società del Gruppo Indi detiene almeno un'Influenza Notevole.

sostanza il rifinanziamento a medio/lungo termine del Debito Alerion con una consistente riduzione degli oneri per interessi.

Ai fini della valutazione della congruità dell'operazione, il Comitato ha preso atto del *report* di pianificazione finanziaria per il periodo 2012–2016, predisposto dal *management*, in cui sono state individuate le iniziative atte a garantire una condizione di equilibrio finanziario con riferimento sia all'orizzonte temporale di breve che di medio periodo e quindi per tutta la durata del prestito obbligazionario. Tale *report* evidenzia, in base alle ipotesi adottate, la capacità della Società di far fronte alle proprie obbligazioni nell'arco temporale di riferimento.

Il Comitato ha altresì preso atto che la struttura legale dell'operazione è stata condivisa con l'*advisor* legale della Società Studio Legale Carbonetti, avendo tra l'altro riguardo all'esenzione dall'obbligo di pubblicazione del prospetto informativo.

Infine il Comitato ha avuto evidenza dal *management* che il tasso effettivo netto annuo del Prestito Obbligazionario (determinato considerando ogni altro onere gravante sulla Società a favore degli obbligazionisti) risulterebbe inferiore al tasso effettivo netto annuo applicato su ciascuna delle tre operazioni di finanziamento accese nel corso del 2011 da Indi e dalle sue controllate nei confronti del sistema bancario. Inoltre, le condizioni del Prestito Obbligazionario sono, in base alle attuali quotazioni dell'Euribor, sensibilmente meno onerose di quelle applicate sul Debito Alerion.

Sulla base delle predette informazioni ricevute il Comitato, per quanto di propria competenza, esprime il proprio parere favorevole circa (i) la sussistenza di un interesse della Società al compimento dell'operazione e (ii) la convenienza e la correttezza sostanziale delle condizioni che regolano il Prestito Obbligazionario.

## **5. Corrispettivo della Compravendita Energrid e valutazioni sulla relativa congruità e sulla sussistenza dell'interesse della Società al compimento dell'operazione**

Con riferimento all'acquisto di una partecipazione di minoranza in Energrid, il *management* ritiene che l'operazione possa potenzialmente costituire un'interessante opportunità di sviluppo del *core business* del settore delle energie rinnovabili, ponendosi nel solco delle più ampie prospettive di interazione e collaborazione tra Indi e il gruppo facente capo a CIE (Gruppo Gavio) sottese all'Accordo di Programma, di cui costituisce il primo concreto atto esecutivo, e permettendo un più compiuto allineamento degli interessi dei due *partners* nel perseguimento dei rispettivi *business*.

La Società, nell'ambito del programma di rifocalizzazione strategica, in cui è assistita dall'*advisor* finanziario Borghesi Colombo e Associati, ritiene che la sottoscrizione dell'Accordo di Programma, finalizzato ad esplorare possibili iniziative industriali fra i due Gruppi, possa consentire alle società di sviluppare congiuntamente i rispettivi *business* valorizzando al meglio gli *assets* e sviluppando e diversificando il portafoglio clienti.

In esecuzione delle previsioni dell'Accordo di Programma, Indi ha individuato in Energrid il *partner* più adeguato con cui sviluppare significative sinergie attraverso l'acquisizione di una

partecipazione di minoranza nella stessa. Al fine di predisporre una proposta contrattuale da presentare alla controparte per l'acquisto della partecipazione stessa, la Società si è avvalsa di un esperto indipendente, gradito anche al Comitato ed individuato nel Prof. Francesco Perrini, cui è stato richiesto di stimare il valore della quota azionaria del 10% di Energrid e di rilasciare apposita relazione di stima sulla predetta frazione del capitale economico (la "**Relazione di Stima**", qui acclusa quale Allegato 1).

Alla luce delle valutazioni svolte, il Prof. Perrini è pervenuto alla conclusione che il corrispettivo che Indi intende offrire per l'acquisto del 10% di Energrid, pari ad Euro 4 milioni, appare congruo rispetto al valore della partecipazione posta in vendita.

Sulla base delle predette informazioni ricevute il Comitato, per quanto di propria competenza, esprime il proprio parere favorevole (i) circa la sussistenza di un interesse della Società al compimento dell'operazione e, sulla base delle conclusioni della Relazione di Stima del Prof. Francesco Perrini, (ii) circa la convenienza e la correttezza sostanziale dell'operazione di acquisto della partecipazione del 10% in Energrid.

## **6. Conclusioni**

Per le ragioni sopra esposte, con riferimento alle operazioni sopra descritte, il Comitato, per quanto di propria competenza, esprime il proprio parere favorevole circa la sussistenza di un interesse della Società al compimento delle operazioni oggetto del presente parere e circa la convenienza e la correttezza sostanziale delle operazioni stesse.

\* \* \* \*

Restando a disposizione per ogni chiarimento in merito a quanto sopra, si porgono distinti saluti.

*f.to* Ing. Carlo Peretti (Presidente)

*f.to* Avv. Vincenzo Nicastro

*f.to* Dott.ssa Roberta Battistin

## **ALLEGATO 2 – Parere di congruità dell'Esperto Indipendente**

# **ENERGRID S.P.A.**

RELAZIONE DI STIMA SUL  
VALORE DEL CAPITALE ECONOMICO

**INDICE**

1. Oggetto dell'incarico e premesse .....	2
2. L'approccio del valutatore .....	3
3. Limiti e ipotesi di lavoro .....	3
4. Informazioni e documenti di riferimento .....	5
5. La Società' e l'andamento economico e patrimoniale.....	6
6. Il business plan 2012-2015.....	9
7. Criteri e metodi di valutazione .....	11
8. Stima del valore di Energrid .....	15
9. Conclusioni .....	18

## 1. OGGETTO DELL'INCARICO E PREMESSE

Industria e Innovazione S.p.A. (nel seguito anche la "Conferente") nel mese di novembre 2011, ha conferito incarico a FP S.r.l.<sup>1</sup> (nel seguito, l'"Incarico") di redigere un parere esterno (di seguito anche il "Parere" o la "Relazione") per la stima del valore della quota azionaria del 10% di Energrid S.p.A. (nel seguito anche "Energrid" o la "Società"), di supporto al Consiglio di Amministrazione della Conferente e al suo Comitato per le operazioni con parti correlate, nell'ambito della proposta di acquisizione da parte della Conferente di una partecipazione pari al 10% del capitale sociale della Società alla controllante Compagnia Italiana Energia S.p.A. (nel seguito, "CIE"), società facente parte del Gruppo Gavio.

Dati i rapporti societari intercorrenti tra la Conferente e il Gruppo Gavio, cui fa indirettamente capo Energrid, e tra la Conferente e la stessa Energrid<sup>2</sup>, l'acquisizione si qualifica come un'operazione tra parti correlate.

Pertanto, oggetto della presente Relazione è la stima del valore del capitale azionario (*equity value*) della Società, alla data di riferimento del 15 dicembre 2011.

Nel presente Parere sono stati utilizzati dati e informazioni forniti direttamente dalla Società. Chi scrive ha fatto pieno ed esclusivo affidamento sulla veridicità, accuratezza e completezza di tutti i dati pubblicamente disponibili e di tutte le informazioni ricevute dalla Società per l'espletamento dell'incarico, senza dar corso ad alcuna verifica indipendente sugli stessi. Chi scrive non si è impegnato in alcun modo a procedere alla verifica dell'attendibilità di tali informazioni, né a verificare la validità dei rapporti giuridici sottesi all'attività svolta dalla Società e in base ai quali sono state elaborate le informazioni prospettiche acquisite. Chi scrive, pertanto, declina ogni responsabilità ove i risultati riportati nella presente fossero inficiati dalla non completezza, non accuratezza, o non veridicità delle informazioni scritte e orali fornite dalle Società e degli altri elementi conoscitivi utilizzati per la redazione della Relazione.

Il presente Parere ha carattere consultivo e indipendente. La stessa ha natura riservata ed è a esclusivo uso e beneficio per la sola e specifica finalità sottesa all'incarico. La presente Relazione è stata redatta, infatti, con la finalità esclusiva di fornire elementi e considerazioni di supporto agli organi sociali di Industria e Innovazione in merito al valore della quota azionaria del 10% di Energrid nell'ambito di un'ipotesi di acquisizione della stessa. Gli organi deliberativi, a cui è destinata la presente Relazione, rimangono, in ogni caso, sovrani nello stabilire i termini e le modalità di valorizzazione della suddetta quota.

La presente Relazione pertanto non dovrà essere impiegata per fini diversi da quelli per cui è stata redatta. Anche nel caso, dunque, in cui la Relazione sia posta in circolazione, distribuita a terzi, pubblicata o comunque resa pubblica, chi scrive non potrà in alcun modo essere ritenuto responsabile per qualsiasi eventuale conseguenza pregiudizievole discendente dall'adozione di decisioni adottate a seguito della lettura della Relazione medesima. Chi scrive non si assume, pertanto, alcuna responsabilità, diretta o indiretta, per danni che possano derivare da un non corretto utilizzo delle informazioni ivi contenute. Il presente documento o parti dello stesso non possono, inoltre, essere riprodotti e/o divulgati a favore di alcun soggetto, sotto qualsiasi forma senza previo consenso scritto.

Le condizioni del presente Incarico non prevedono l'aggiornamento dei risultati ottenuti in seguito alla data di consegna della presente Relazione.

Infine, non viene espressa alcuna opinione sui prezzi di mercato ai quali le azioni di Industria e Innovazione potrebbero essere trattate.

<sup>1</sup> FP S.R.L. con socio unico - e amministratore unico il Prof. Dott. Francesco Perrini, ordinario di Economia e Gestione delle Imprese dell'Università Bocconi e professore senior di Finanza Aziendale alla SDA Bocconi School of Management, iscritto all'Ordine dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili di Milano al n° 3870, nonché iscritto al n° 67513 del Registro dei Revisori Contabili - ha sede in via Senato n. 15, a Milano (MI), 20121, P.IVA n. 05956930969, Numero di iscrizione al Registro delle Imprese di Milano - R.E.A. N. 1861797.

<sup>2</sup> Il Gruppo Gavio è complessivamente titolare di una partecipazione pari al 12% circa del capitale sociale della Conferente; a sua volta, la Conferente detiene una quota pari al 10% del capitale sociale di CIE, cui fa capo il 100% di Energrid

## 2. L'APPROCCIO DEL VALUTATORE

Nell'affrontare una valutazione si è prioritariamente chiamati a individuare le finalità che tale stima deve perseguire. Si deve scegliere tra le diverse soluzioni metodologiche, elaborate dalla dottrina e utilizzate nella prassi, quella che meglio si adatta alla fattispecie aziendale osservata e che più razionalmente consente di raggiungere le finalità del processo valutativo.

In linea teorica, si deve tenere conto che la Relazione è volta a tutelare interessi diversi e spesso contrapposti: (i) l'interesse dei terzi in generale, (ii) l'interesse dei soci della società, (iii) l'interesse di coloro che finanziano la società; (iv) l'interesse della società di non subire un ingiustificato e diretto deprezzamento di quanto in oggetto.

Secondo la prassi consolidata si deve pervenire a una valutazione dei beni oggetto di stima che risulti quanto più possibile: (a) astratta, ovvero non condizionata da interessi particolari, (b) razionale, ovvero costruita e argomentata attraverso un processo logico, argomentabile e condivisibile, (c) obiettiva, ovvero facilmente dimostrabile, (d) stabile, ovvero non influenzata da elementi rapidamente mutevoli.

A prescindere dalla scelta del criterio più adeguato per la specifica realtà aziendale, si ritiene che la configurazione di valore economico oggetto di stima che, in ogni caso, meglio rispecchia la prospettiva di valore più coerente con la logica stessa della presente Relazione, sia la configurazione classica definita "as is". La ragione è da ricondurre alla circostanza che le assunzioni alla base dei piani economici non prevedono variazioni della situazione corrente delle Società<sup>3</sup>.

Stante le considerazioni esposte, il valore che verrà individuato nella Relazione deve essere considerato un "valore generale", ovvero un valore che in condizioni normali può essere ragionevolmente attribuito alle Società, osservate in una situazione di autonomia operativa e tenuto conto delle caratteristiche proprie, anche in relazione alle prospettive di crescita espresse attraverso i piani previsionali, assumendo cioè uno sviluppo autonomo della stessa e quindi senza considerare eventuali sinergie con eventuali altri operatori/acquirenti.

## 3. LIMITAZIONI E IPOTESI DI LAVORO

Il presente documento è assoggettato ai limiti ed è redatto sulla base delle ipotesi riportate di seguito. Si assume come data di riferimento della presente Relazione il 15 dicembre 2011.

Si fa riferimento a una situazione di continuità di gestione ("*going concern*"); di conseguenza, l'attività svolta dalla Società è considerata senza radicali mutamenti di gestione con riferimento al proprio dichiarato *core business* e per il periodo a cui si riferiscono i piani operativi presi in esame.

Le analisi e le valutazioni svolte sono basate su eventi ritenuti certi o ragionevolmente prevedibili al momento della stesura della presente Relazione. Chi scrive ha escluso dalle analisi e dalle proiezioni, tutti gli elementi di natura eminentemente straordinaria e dunque non ragionevolmente prevedibili, non coerenti con i principi di logica e prudenza adottati nel presente lavoro.

È stato fatto pieno ed esclusivo affidamento sulla veridicità, accuratezza e completezza di tutti i dati pubblicamente disponibili e di tutte le informazioni ricevute dalla Conferente per l'espletamento dell'incarico, senza dar corso ad alcuna verifica indipendente sugli stessi sia che i dati provengano dai bilanci sia che facciano riferimento ad altre fonti interne o che ci siano stati forniti da terzi. In particolare, le componenti patrimoniali, economiche e finanziarie delle analisi condotte di carattere storico sono basate sui bilanci di esercizio al 31 dicembre 2007, 2008, 2009 e 2010 e sulla analisi economico e finanziaria al 30 giugno 2011, e sul *forecast* economico al 31 dicembre 2011, così come rappresentata nella documentazione predisposta e fornita a chi scrive dalla Società.

Non è stato condotto alcun accertamento in merito all'esistenza e alla consistenza degli elementi oggetto di valutazione, nonché alla correttezza delle procedure contabili di rilevazione e rappresentazione della Società. L'incarico non ha previsto da parte di chi scrive alcuna verifica sulla titolarità dell'immobilizzazione della Società, ma si è basata esclusivamente sulle indicazioni e sui documenti forniti dalla Società. Del pari non sono state effettuate verifiche ipotecarie, né

<sup>3</sup> Si fa rinvio in proposito a Guatri-Bini, Nuovo Trattato sulla Valutazione delle Aziende, Egea, Milano, 2009.

accertamenti in ordine all'esistenza di diritti dei terzi. Inoltre, l'incarico non ha previsto da parte di chi scrive lo svolgimento di alcuna procedura di revisione contabile sui bilanci della Società e delle sue partecipate, né verifiche o accertamenti circa l'eventuale sussistenza di passività di natura fiscale, contrattuale, previdenziale o connesse problematiche di tipo ambientale.

Ogni stima e proiezione di carattere economico utilizzata da chi scrive ai fini della presente è stata predisposta e/o fornita dalla direzione di Energrid ovvero acquisita da informazioni disponibili al pubblico, ovvero ricavata da assunzioni conseguenti ai colloqui intercorsi, anche con l'Advisor. Chi scrive non assume alcuna responsabilità in relazione a stime e proiezioni, né in relazione alle fonti di provenienza delle medesime. Riguardo all'insieme delle informazioni finanziarie, economiche e patrimoniali fornite a chi scrive, inoltre, si è assunto che siano state elaborate secondo criteri di ragionevolezza e che riflettano le migliori stime e giudizi individuabili dalla Società stessa. In particolare, chi scrive ha fatto affidamento sul fatto che non è stato omissso il riferimento ad alcun dato, evento o situazione che possa aver influenzato, anche solo potenzialmente, in modo significativo i dati e le informazioni fornite a chi scrive.

Dunque, le componenti reddituali, patrimoniali e finanziarie di natura previsionale utilizzate per la stima del valore della Società sono state determinate facendo esclusivo riferimento alle informazioni ricevute dalla Società o pubblicamente disponibili trattandosi di Società non quotata. Non è stato considerato il possibile insorgere di passività potenziali.

Le previsioni costituiscono allo stato attuale la migliore stima dei risultati attesi per il periodo. Il documento cui si è fatto prevalente riferimento per la valutazione finanziaria è il piano economico-finanziario per il periodo 2012-2015 (di seguito anche "Business Plan" o il "Piano") predisposto da Energrid con il supporto dell'advisor Ing. Patrizia Spada (di seguito anche l'"Advisor"), assieme all'aggiornamento del 2011 *forecast* al dicembre 2011. Come di prassi in tali casi il Piano e le relative assunzioni illustrate nel documento sono di esclusiva responsabilità della Società.

Nell'ambito dell'incarico chi scrive non ha effettuato verifiche di merito circa la fattibilità tecnica o commerciale, l'adeguatezza della struttura finanziaria ipotizzata né la conformità a qualunque legislazione del Piano. In generale, è esclusa dal presente Incarico la verifica della ragionevolezza e/o completezza delle assunzioni e/o delle proiezioni contenute nel Piano. Gli eventuali terzi che dovessero confidare sui dati previsionali del Piano dovranno procedere autonomamente alle necessarie verifiche e indagini, come riterranno più opportuno. La realizzazione degli obiettivi e il raggiungimento dei risultati illustrati nel Piano dipendono in parte dall'efficacia delle azioni intraprese dal management e dall'effettiva implementazione del Piano dal quale derivano le assunzioni alla base del Piano stesso. E' escluso dal presente Incarico ogni giudizio e/o garanzia che i risultati che si conseguiranno possano corrispondere ai risultati previsti nel Piano.

Le analisi valutative contenute nella presente Relazione sono dunque basate sulle informazioni e condizioni di mercato e regolamentari conosciute alla data di effettuazione delle stesse e, che, a fronte di eventuali variazioni nei mercati e nei settori di riferimento, potrebbero in futuro differire significativamente. Fermo quanto precede, chi scrive non è a conoscenza e, pertanto, non ha valutato, l'impatto di fatti verificatisi o gli effetti conseguenti a eventi che si potrebbero verificare, ivi compreso quelli di natura normativa e regolamentare, anche riguardanti lo specifico settore in cui opera Energrid o situazioni specifiche della Società, che comportino modifiche nelle proiezioni economiche e delle altre informazioni poste alla base della presente.

È stata richiesta l'attestazione scritta della Energrid che, per quanto a conoscenza dei rappresentanti legali delle Società, alla data della presente Relazione non sussistono modifiche significative ai dati contenuti nella documentazione utilizzata, né sussistono ulteriori fatti di rilievo che possano modificare le valutazioni condotte da chi scrive; in assenza di tale attestazione le considerazioni e le conclusioni del presente lavoro potrebbero risultare non attendibili. Nulla di quanto contenuto nella Relazione è o potrà essere ritenuto una promessa o un'indicazione sui risultati futuri o sulla consistenza patrimoniale delle entità giuridiche coinvolte.

Infine, eventuali decisioni relative a operazioni straordinarie sul capitale delle Società spettano agli organi competenti, il presente lavoro, infatti, non costituisce in alcun caso un suggerimento o una raccomandazione alla conclusione di tali eventuali operazioni straordinarie.

#### **4. INFORMAZIONI E DOCUMENTI DI RIFERIMENTO**

Nello svolgimento delle analisi propedeutiche alla formulazione della presente Relazione, il sottoscritto si è basato sulle informazioni ricevute da Energrid o pubblicamente disponibili, nonché su dati e informazioni acquisiti nei colloqui con la direzione delle due società tenutisi nelle scorse settimane, che includono, tra l'altro, la seguente documentazione<sup>4</sup> di supporto:

1. Bilancio di esercizio di Energrid S.p.A. alla data del 31 dicembre 2007 con relativa relazione del Collegio Sindacale;
2. Bilancio di esercizio di Energrid S.p.A. alla data del 31 dicembre 2008 con relativa relazione della società di revisione Deloitte & Touche S.p.A.;
3. Bilancio di esercizio di Energrid S.p.A. alla data del 31 dicembre 2009 con relativa relazione della società di revisione Deloitte & Touche S.p.A.;
4. Bilancio di esercizio di Energrid S.p.A. alla data del 31 dicembre 2010 con relativa relazione della società di revisione Deloitte & Touche S.p.A.;
5. Analisi economico e finanziaria al 30/06/2011
6. *Forecast* economico al 31/12/2011 di Energrid S.p.A. aggiornato al dicembre 2011;
7. Piano industriale 2011-2015 di Energrid S.p.A. ("Business Plan" o "Piano");
8. Modello Unico della Società 2007, 2008, 2009 e 2010;
9. Statuto societario vigente di Energrid S.p.A.;
10. Visura camerale descrittiva di Energrid S.p.A. aggiornata;
11. Verbale del Consiglio di Amministrazione di Energrid S.p.A. in data 05/07/2011;
12. Verbale del Consiglio di Amministrazione di Energrid S.p.A. in data 07/06/2011;
13. Verbale del Consiglio di Amministrazione di Energrid S.p.A. in data 26/05/2011;
14. Verbale del Consiglio di Amministrazione di Energrid S.p.A. in data 31/03/2011;
15. Verbale dell'Assemblea Ordinaria degli Azionisti di Energrid S.p.A. in data 29/04/2011;
16. Verbale dell'Assemblea Straordinaria degli Azionisti di Energrid S.p.A. in data 30/06/2011;
17. Contratto di collaborazione per la commercializzazione di energia elettrica ai clienti finali, stipulato con AEM (oggi A2A Trading) in data 19/07/2006;
18. "Addendum" al precedente contratto con AEM (oggi A2A Trading) successivo accordo modificativo in data 29/06/2011;
19. Documento di presentazione del gruppo CIE predisposto dall'Advisor Ing. Patrizia Spada, per la discussione di alcune tematiche relative a Energrid S.p.A., dicembre 2011;
20. Position paper del gruppo CIE, dicembre 2011;
21. Lettera di attestazione della Società, che alla data della presente Relazione non sussistono modifiche significative ai dati contenuti nella documentazione utilizzata, né sussistono ulteriori fatti di rilievo che possano modificare le valutazioni condotte da chi scrive, datata 13 Dicembre 2011;
22. Informazioni disponibili sul sito della Società [www.energrid.it/energia/](http://www.energrid.it/energia/);
23. Presentazioni della Società e dell'operazione a cura del management aggiornate a Dicembre 2011;
24. Insieme di chiarimenti ricevuti dalla Società per la formulazione del presente Parere.

---

<sup>4</sup> L'intera documentazione, sia quella fornita dalla Società, sia quella raccolta e utilizzata per la stesura della presente Relazione, è depositata presso lo studio di chi scrive.

Sono stati inoltre utilizzati dati, informazioni e documenti integrativi necessari per l'approfondimento delle tematiche inerenti l'oggetto della presente Relazione. In particolare:

- i) ricerche specifiche su banche dati specialistiche (Bloomberg, Datastream, FactSet, Mergermarket, Thomson, Zephir e Osservatorio "M&A", Università Bocconi);
- ii) studi di settore prodotti da analisti indipendenti;
- iii) articoli di stampa specializzata, bilanci di concorrenti e altre informazioni disponibili al pubblico, nonché ulteriori informazioni addizionali inerenti ai bilanci e ai dati gestionali delle Società.

## **5. LA SOCIETA' E L'ANDAMENTO ECONOMICO E PATRIMONIALE**

La Società Energrid S.p.A. con socio unico CIE S.p.A. è una società italiana con Sede legale in Viale Isonzo 14/1 20135 a Milano sede amministrativa in Via Piffetti 15 10143 a Torino e con filiali a Milano e a Roma, C. Fiscale, P.Iva e Reg. Imp. Milano 08600990017 - REA n. 1843465 e Capitale sociale 1.000.000 euro i.v., opera nella vendita di energia elettrica (2001) e del gas naturale (2008).

La Società è operativa nell'attuale configurazione da maggio 2007, a seguito del conferimento del ramo d'azienda effettuato dalla società Energia e Territorio, posseduta al 100% da CIE.

L'attività di Energrid consiste nella commercializzazione dell'energia elettrica acquisita sul mercato italiano sulla base di un contratto con AZA Trading.

Tra i clienti più rilevanti Energrid annovera Autostrade per l'Italia, Autostrade Gruppo Gavio, Autogrill, Poste Italiane, le Unioni Industriali di Torino, Roma, Reggio Emilia, Vicenza, Asti, oltre ad alcune amministrazioni pubbliche e ad importanti istituti di credito.

Il mercato di riferimento di Energrid può essere segmentato come segue:

- **Grandi consumatori:** medie e grandi aziende manifatturiere con consumi annui superiori a 100.000 Euro. Si tratta di operatori in grado di rinegoziare annualmente i contratti di fornitura mettendo a confronto diverse offerte concorrenti. Fattore critico di successo è quindi esclusivamente il prezzo. Il margine delle aziende fornitrici è piuttosto basso.
- **Medi consumatori:** medie e piccole imprese manifatturiere, aziende di servizi, gruppi bancari con consumi compresi tra 10.000 e 100.000 Euro. Si tratta di operatori per i quali il fattore prezzo è importante ma lo è anche il servizio che le aziende fornitrici sono in grado di offrire, in termini di personalizzazione del contratto e assistenza. I margini della vendita di energia sono medi.
- **Piccoli consumatori:** esercizi commerciali al dettaglio, imprese artigiane, professionisti e utenze domestiche con consumi inferiori a 10.000 Euro all'anno. La scelta del fornitore di energia è effettuata sulla base del marchio (che richiede forti investimenti pubblicitari) o, per le ex municipalizzate, in virtù del radicamento sul territorio. I margini di vendita sono alti.

Energrid ha storicamente operato nel primo segmento del mercato, in particolare con clienti i cui consumi annui si attestano tra 100.000 Euro e 1 milione di Euro, molti dei quali con strutture multisito (ovvero con più punti di riconsegna dell'energia).

L'organizzazione del personale della Società è stata pertanto dimensionata sulla base delle esigenze di una clientela complessa.

Recentemente la Società ha tuttavia modificato la propria strategia e sta spostando il proprio posizionamento verso il secondo segmento del mercato. Target di Energrid sono quindi circa 500.000 clienti medi consumatori del mercato italiano. Obiettivo della società è infatti valorizzare la propria struttura organizzativa (importante vantaggio competitivo in tale segmento di mercato) e incrementare la marginalità. A tal fine Energrid ha intrapreso le seguenti azioni mirate allo sviluppo del portafoglio clienti:

- potenziamento della rete di agenti sul territorio nazionale, necessaria per raggiungere un più elevato numero di clienti;
- promozione dell'offerta commerciale attraverso accordi di *partnership* con società *leader* a livello locale o nazionale, in settori complementari alla vendita di energia elettrica;
- potenziamento del servizio clienti, nell'ambito delle attività post-vendita;
- sviluppo della struttura applicativa informatica di supporto alle vendite e propedeutica alle attività commerciali;
- investimenti su portale misure o altri strumenti atti a favorire la conoscenza dei consumi ed il corretto utilizzo di energia elettrica;
- promozione del marchio verde (bassa emissione di anidride carbonica nell'aria).

Oltre alla vendita di energia ai clienti diretti, Energrid è presente anche nei seguenti segmenti di mercato:

- Clienti ottenuti tramite gare pubbliche, segmento in cui Energrid opera come uno dei pochi operatori nazionali con una presenza significativa;
- Rivendite, ovvero operatori locali più piccoli che vendono quasi esclusivamente sul mercato dei piccoli consumatori in virtù del loro radicamento territoriale e di un'immagine riconosciuta a livello locale;
- Gruppi d'acquisto, consorzi.

La Società ha inoltre avviato la commercializzazione di gas naturale, in collaborazione con A2A Trading ed altri fornitori leader del mercato di riferimento. Nel 2010 i volumi sono stati pari a 2 mln di metri cubi (0,6 nel 2009) su 36 punti di riconsegna e nel 2011 circa 6 mln di metri cubi.

Sulla base di quanto illustrato, tra i *punti di forza* di Energrid fondamentale è la capacità di fornire un elevato livello di servizio al cliente in termini di flessibilità e di assistenza, livello di servizio che la Società è in grado di offrire in virtù della propria struttura organizzativa e dell'esperienza maturata con i clienti multisito. La Società vanta inoltre un'immagine di serietà grazie alla correttezza commerciale consolidata negli anni che ha permesso la fidelizzazione dei clienti (il 70% del portafoglio 2011 era in fornitura nel 2007).

Ulteriori punti di forza sono la buona penetrazione del mercato a livello nazionale e la partecipazione a iniziative di ricerca volte a valorizzare il legame tra il settore dell'energia e quello delle infrastrutture.

La presenza di Energrid su molteplici segmenti di mercato consente inoltre alla Società di monitorare in modo costante e approfondito l'andamento del mercato al dettaglio dell'energia.

Da ultimo, l'offerta commerciale sul segmento target è ben integrata con servizi di autoproduzione in virtù della *partnership* con Heat & Power, operatore leader nella medio piccola produzione in cogenerazione, e con servizi di global service di efficienza energetica grazie alla *partnership* con la collegata AZETA.

Principale *punto di debolezza* della società è invece la presenza di un unico fornitore, A2A Trading. Tuttavia, in considerazione del posizionamento di mercato di Energrid, si può ritenere che, anche qualora i rapporti commerciali con A2A dovessero essere rimessi in discussione, la società sarebbe facilmente in grado di reperire energia a prezzi competitivi presso altri fornitori.

Tale situazione si è peraltro già verificata per quanto riguarda il mercato del gas: attualmente il contratto prevede una *last call* nei confronti di A2A ma lascia libera Energrid di approvvigionarsi mediante *bid* specifici da fornitori maggiormente competitivi.

Il volume delle vendite 2009 e 2010 è stato rispettivamente pari a circa 2,7 TWh e 3,4 TWh, distribuiti tra 33.000 e 40.000 utenze. Nel 2011 Energrid ha rifornito energia elettrica per circa 3,5 TWh su tutto il territorio nazionale distribuito su circa 45.000 utenze. L'indagine annuale svolta da AEEG nel 2010 (sulla base dei dati 2009) vede Energrid al quindicesimo posto in Italia per quantità

di energia elettrica venduta al mercato finale; tale analisi rileva che Energrid si pone ai primi posti quale trader indipendente, cioè non inserito in Gruppi energetici integrati nella catena del valore.

Nelle Tabelle 1 e 2 si presentano gli andamenti economico-patrimoniale della Società per il periodo 2009-2010 come da bilanci e 2011 come da dati *forecast* forniti dal management e aggiornati a dicembre 2011.

La Società presenta un interessante trend a livello di vendite. L'aumento del valore della produzione 2010, da 370 a 476 milioni di Euro, pari a circa € 106 mln, è imputabile a due effetti:

- effetto quantità per circa € 91 mln riconducibile all'incremento dei consumi elettrici e alla maggior penetrazione del mercato;
- effetto prezzo per circa € 15 mln, per la dinamica del prezzo dell'energia rispetto al 2009.

Il trend positivo è stato confermato anche nel 2011, con un ulteriore aumento del fatturato di più del 12% rispetto al 2010 fino a 535 milioni di Euro.

L'andamento del margine operativo lordo è risultato pressoché costante, in leggera diminuzione nel triennio. Nel 2011 la Società dovrebbe chiudere con un EBITDA pari a circa 5,3 milioni di Euro e un utile prima delle imposte pari a circa 2,5 milioni di Euro nel 2011, tale risultato presenta un incremento annuale di circa € 0,4 mln.

Tabella 1. Andamento economico 2009-2011 di Energrid

<i>Euro/mln</i>	FY09A	FY10A	FY11F
<b>VALORE DELLA PRODUZIONE</b>	<b>370,3</b>	<b>476,8</b>	<b>535,4</b>
<i>Sales growth (%)</i>		28,8%	12,3%
Costi per materie prime	(253,7)	(326,3)	(360,7)
Costo del personale	(1,4)	(1,8)	(2,2)
Servizi	(104,9)	(140,4)	(164,4)
Altri costi	(4,3)	(2,7)	(3,0)
<b>EBITDA</b>	<b>5,9</b>	<b>5,6</b>	<b>5,1</b>
<i>Ebitda margin (%)</i>	1,6%	1,2%	1,0%
<b>Ammortamenti, accantonamenti e svalutazioni</b>	<b>(4)</b>	<b>(3)</b>	<b>(2)</b>
<b>EBIT</b>	<b>2,2</b>	<b>2,1</b>	<b>3,0</b>
<i>Ebit margin (%)</i>	0,6%	0,4%	0,6%
Gestione finanziaria	1,3	(0,2)	(0,5)
Gestione straordinaria	0,1	0,1	0,0
<b>EBT</b>	<b>3,6</b>	<b>2,1</b>	<b>2,5</b>
<i>Ebt margin (%)</i>	1,0%	0,4%	0,5%
Imposte	(1,4)	(1,0)	
<b>Risultato Netto</b>	<b>2,2</b>	<b>1,2</b>	<b>2,5</b>
<i>E margin (%)</i>	0,6%	0,2%	0,5%

Fonte: Energrid S.p.A.

L'attivo patrimoniale è composto da capitale circolante netto e dall'avviamento. A fronte dei recenti risultati positivi si registra un patrimonio netto in crescita e un posizione finanziaria netta in diminuzione dal 2009. La riduzione della PFN del 2010 è riconducibile alla diversa dinamica di pagamento dei fornitori effettuata nell'esercizio, al miglioramento del tempo medio di incasso, all'ottimizzazione dei flussi di cassa soprattutto relativi ai crediti per accise, nonché al rimborso integrale del debito verso la capogruppo per 14,350 milioni di Euro. L'incremento della PFN nel 2011 è imputabile invece alla posizione finanziaria nei confronti delle banche.

Tabella 2. Situazione patrimoniale 2009-2011 di Energrid

<i>Euro/mln</i>	FY09A	FY10A	FY11P
Immobilizzazioni immateriali nette	29,8	27,2	24,7
Immobilizzazioni materiali nette	0,0	0,0	0,0
Immobilizzazioni finanziarie	0,0	0,0	0,0
<b>Attivo fisso netto</b>	<b>29,8</b>	<b>27,2</b>	<b>24,7</b>
Crediti verso clienti	83,0	102,3	99,4
(Debiti verso fornitori)	(62,3)	(76,6)	(62,2)
Rimanenze	0,0	0,1	0,0
Altre attività / (passività) operative	13,2	(3,1)	(4,3)
<b>Capitale circolante operativo netto</b>	<b>33,9</b>	<b>22,7</b>	<b>32,9</b>
<b>Capitale investito</b>	<b>63,7</b>	<b>49,9</b>	<b>57,6</b>
(Fondi)	(0,2)	(0,3)	(0,4)
<b>Capitale investito netto</b>	<b>63,4</b>	<b>49,6</b>	<b>57,2</b>
Debiti verso banche	57,3	43,6	53,7
Debiti verso altri finanziatori	0,0	0,0	0,0
(Cassa)	(2,5)	(3,6)	(7,1)
<b>Posizione finanziaria netta</b>	<b>54,8</b>	<b>40,0</b>	<b>46,6</b>
Patrimonio netto	8,7	9,6	10,6
<b>Totale fonti</b>	<b>63,5</b>	<b>49,6</b>	<b>57,2</b>

Fonte: Energrid S.p.A.

Si evidenzia che la situazione patrimoniale 2011 sopra riportata è la proiezione da piano elaborata dal management della Società. In considerazione del fatto che l'anno in corso è sostanzialmente concluso, si è ritenuto, per quanto attiene al solo conto economico 2011 di cui alla Tabella 1, utilizzare un *forecast*, sempre elaborato dal management della Società, al fine di meglio rappresentare gli eventi del corrente esercizio, predisposto nel corso del mese di dicembre.

Si può notare come l'andamento effettivo sia stato sostanzialmente migliore rispetto alle stime, in quanto il Patrimonio Netto a fine 2011 ingloba un utile di periodo di € 1 mln, rispetto ad un *EBT forecast* di € 2,5 mln.

## 6. IL BUSINESS PLAN 2012-2015

Ai fini della valutazione della Società si considerano i dati previsionali forniti dal management e presentati nelle Tabelle 3-4, elaborati dal management della Società in un business plan per il periodo 2012-2015. Tale piano riflette il riposizionamento in corso e mostra pertanto, a fronte di un fatturato in costante crescita, una contrazione dei margini operativi nei primi anni di piano dovuta sia ai costi incrementali che la Società intende sostenere per lo sviluppo e la fidelizzazione della rete di agenzie sia al potenziamento del servizio ai clienti (come esposto al paragrafo 5). Il management ritiene che il periodo di riposizionamento possa ritenersi concluso nel 2014.

Il 2015, che mostra un livello di *ebitda* e di *ebit* in linea con quelli del 2010-2011, può pertanto considerarsi il primo esercizio in cui l'attività sarà nuovamente a regime.

Includendo anche l'esercizio 2011, il trend del fatturato risulta crescente, con un volume di € 776 mln circa, corrispondente ad un incremento di € 240 mln circa e un CAGR 2011-2015 pari a 9,7%.

Il trend *ebitda* risente dell'impatto negativo dei costi operativi, in particolare del costo delle materie prime. L' *ebitda* al 2015 risulta positivo e pari a € 5,4 mln, con un CAGR 2011-2015 dell'1,2%.

Il risultato operativo 2015 anch'esso in leggero aumento, è pari a € 3,2 mln corrispondente a un CAGR per il quinquennio del 2% circa.

Tabella 3. Piano economico riclassificato 2012-2015 di Energrid

<i>Euro/mh</i>	FY12P	FY13P	FY14P	FY15P
<b>VALORE DELLA PRODUZIONE</b>	<b>600,1</b>	<b>648,4</b>	<b>719,4</b>	<b>775,5</b>
<i>Sales growth (%)</i>	12,1%	8,0%	11,0%	7,8%
Costi per materie prime	(422,2)	(455,5)	(504,6)	(542,5)
Costo del personale	(2,0)	(2,1)	(2,2)	(2,2)
Servizi	(173,0)	(187,4)	(208,2)	(224,3)
Altri costi	(1,0)	(1,0)	(1,0)	(1,1)
<b>EBITDA</b>	<b>2,0</b>	<b>2,4</b>	<b>3,4</b>	<b>5,4</b>
<i>Ebitda margin (%)</i>	0,3%	0,4%	0,5%	0,7%
Ammortamenti, accantonamenti e svalutazioni	(2)	(2)	(2)	(2)
<b>EBIT</b>	<b>(0,2)</b>	<b>0,2</b>	<b>1,2</b>	<b>3,2</b>
<i>Ebit margin (%)</i>	(0,0%)	0,0%	0,2%	0,4%
Gestione finanziaria	(0,7)	(0,7)	(0,8)	(0,6)
Gestione straordinaria	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>EBT</b>	<b>(0,9)</b>	<b>(0,5)</b>	<b>0,4</b>	<b>2,6</b>

Fonte: Energrid S.p.A.

Per ciò che concerne la situazione patrimoniale, la PFN risulta in costante diminuzione grazie al rimborso dei debiti verso gli istituti bancari. La PFN pari a 46,6 milioni di Euro al 31 dicembre 2011 diviene pari a circa 25 milioni di Euro a fine piano nel 2015 a fronte di un patrimonio netto contabile di circa 21 milioni riportando il rapporto D/E a livelli equilibrati.

Parimenti, anche il fabbisogno monetario operativo (CCN) presenta un andamento decrescente.

Infine, il valore dell'attivo immobilizzato, costituito da immobilizzazioni immateriali - goodwill, passa da € 24,7 mln nel 2011 a € 17,9 nel 2015.

Tabella 4. Previsioni patrimoniali riclassificate 2012-2015 di Energrid

<i>Euro/mh</i>	FY12P	FY13P	FY14P	FY15P
Immobilizzazioni immateriali nette	23,0	21,3	19,6	17,9
Immobilizzazioni materiali nette	0,0	0,0	0,0	0,0
Immobilizzazioni finanziarie	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Attivo fisso netto</b>	<b>23,0</b>	<b>21,3</b>	<b>19,6</b>	<b>17,9</b>
Crediti verso clienti	118,3	127,4	133,5	135,4
(Debiti verso fornitori)	(80,7)	(88,2)	(98,7)	(106,0)
Rimanenze	0,0	0,0	0,0	0,0
Altre attività / (passività) operative	(4,5)	(7,2)	(7,8)	(8,5)
<b>Capitale circolante operativo netto</b>	<b>33,1</b>	<b>32,0</b>	<b>27,1</b>	<b>20,9</b>
<b>Capitale investito</b>	<b>56,1</b>	<b>53,3</b>	<b>46,7</b>	<b>38,8</b>
(Fondi)	(0,5)	(0,6)	(0,8)	(0,8)
<b>Capitale investito netto</b>	<b>55,5</b>	<b>52,7</b>	<b>46,0</b>	<b>38,0</b>
Debiti verso banche	48,5	48,8	40,2	30,7
Debiti verso altri finanziatori	0,0	0,0	0,0	0,0
(Cassa)	(2,6)	(5,4)	(3,9)	(5,0)
<b>Posizione finanziaria netta</b>	<b>45,8</b>	<b>43,4</b>	<b>36,3</b>	<b>25,7</b>
Patrimonio netto	9,7	9,2	9,7	12,3
<b>Totale fonti</b>	<b>55,5</b>	<b>52,7</b>	<b>46,0</b>	<b>38,0</b>

Fonte: Energrid S.p.A.

## 7. CRITERI E METODI DI VALUTAZIONE

### 7.1. PREMESSA

Secondo la dottrina e la prassi professionale più consolidata, la scelta del metodo di valutazione è funzione della finalità della stima della realtà oggetto di valutazione, della tipologia di impresa e dei driver che, meglio di altri, permettono di stimarne il valore.

In termini generali, i metodi di valutazione esprimono talune caratteristiche comuni di rilievo assoluto, e principalmente quelle della credibilità-affidabilità, della coerenza, della continuità, della dimostrabilità-verificabilità e dell'efficienza<sup>5</sup>.

Le metodologie di valutazione sono molteplici e sono riconducibili alle seguenti fattispecie:

- i) i criteri economici analitici e sintetici (metodo patrimoniale; metodo reddituale; metodo misto patrimoniale-reddituale; metodo finanziario);
- ii) i criteri di mercato (metodo dei multipli di mercato di aziende comparabili, metodo delle transazioni comparabili, metodi empirici).

La scelta dei metodi e dei criteri di valutazione da applicare nel caso di specie è stata dunque effettuata tenendo conto:

- i) delle finalità della valutazione;
- ii) della natura e delle caratteristiche dell'azienda oggetto di valutazione;
- iii) delle condizioni operative del settore;
- iv) dell'ambito geografico;
- v) della disponibilità dei dati.

Alla luce di quanto precede, chi scrive ha ritenuto opportuno ricorrere per stimare il valore della Società in oggetto, come avviene nella prassi professionale più consolidata, al solo metodo finanziario nella nota versione del criterio *Unlevered Discounted Cash Flow Analysis*, senza far ricorso ad altra metodologia di raffronto trattandosi di una società con una storia di recente costituzione, in fase di consolidamento della strategia nel proprio mercato di riferimento, operante nel settore del *trading* (e non della produzione) dell'energia non adeguatamente rappresentato nei mercati borsistici che vedono la presenza soprattutto di *multiutilities* e non di *pure player*, nonché in questo momento poco rappresentativi di c.d. "condizioni normali di mercato" e alla luce della disponibilità dei dati di preconsuntivo, budget e piano previsionali pluriennali messi a disposizione dalla Società.

\* \* \*

Prima di procedere a illustrare nel dettaglio l'applicazione del criterio dei metodi di valutazione che chi scrive ha adottato per attestare il valore della Società, vengono descritti in sintesi gli aspetti generali del metodo finanziario prescelto.

---

<sup>5</sup> In particolare, i requisiti riportati, essenziali nel processo di valutazione sono da interpretare nel senso di seguito puntualizzato. La credibilità-affidabilità: dipende dall'impostazione razionale delle formule, dai fattori che le definiscono e dalla possibilità di tradurre tali fattori in quantità, nonché dalle ipotesi assunte ai fini dei calcoli; la coerenza: i valori devono essere basati sull'analisi fondamentale della società, esprimendo grandezze coerenti sia con i risultati economici sia con il sistema complessivo; la continuità: i calcoli devono essere ripetibili nel tempo evitando sostanziali variazioni di criteri; la dimostrabilità-verificabilità: il processo valutativo deve risultare chiaramente dimostrabile nelle sue componenti, nelle ipotesi assunte, nello svolgimento dei calcoli; l'efficienza: la procedura non deve essere eccessivamente onerosa.

## 7.2. IL METODO FINANZIARIO

Il metodo finanziario è il metodo a cui viene dato maggior credito dalla dottrina e dalla prassi delle valutazioni nelle stime come quella in oggetto.

L'approccio basato sui flussi esprime il convincimento che un bene vale per i risultati economici che è in grado di generare: vi è quindi un nesso causale tra risultati aziendali e valore. Si tratta di metodi che raffigurano il valore del capitale d'impresa in funzione del flusso di risultati futuri che ci si attende da essa, attraverso un'operazione di "conversione" di flussi incerti futuri a cui oggi potrebbe essere negoziato il diritto di disporre di tali flussi nel futuro. Più in particolare, i metodi di valutazione riconducibili a tale approccio si distinguono per tre fattori principali:

1. si incentrano sull'identificazione di "figure" di risultato idonee a inviare segnali univoci circa l'efficacia della gestione;
2. si fondano sull'utilizzo di procedimenti di attualizzazione/ capitalizzazione, tramite cui operare la conversione del flusso di risultati futuri attesi in valore del capitale;
3. richiedono, pertanto, la determinazione di idonei tassi di capitalizzazione/sconto.

L'approccio basato sui flussi è riconosciuto come dotato della maggiore razionalità poiché rispetta i principi generali delle valutazioni economiche, i quali stabiliscono che il valore di qualsiasi attività reale e finanziaria è funzione: (i) della dimensione dei flussi di risultato; (ii) della distribuzione nel tempo dei flussi; (iii) del valore d'uso dei mezzi finanziari, espresso dal rendimento offerto da impieghi alternativi caratterizzati da profilo di rischio equivalente.

La metodologia finanziaria si basa sulla capacità di generazione di flussi di cassa futuri. La caratteristica fondamentale di tale metodo valutativo consiste nel rispetto dei principi della teoria del valore, accogliendo nel calcolo i soli flussi di cassa prelevabili, valorizzandoli in base alla loro distribuzione nel tempo.

La caratteristica principale della metodologia finanziaria consiste, dunque, nel determinare il valore in funzione del flusso di cassa e del valore del tasso di capitalizzazione/attualizzazione espressivo del rendimento-opportunità del capitale.

Operativamente, il metodo finanziario *Discounted Cash Flow* nella sua versione *Unlevered*, la più utilizzata dalla prassi professionale consolidata, individua il valore del capitale economico di un'azienda sulla base dell'attualizzazione dei flussi di cassa operativi che essa genererà in futuro. In particolare, secondo tale metodologia, il valore dell'azienda sarà quindi determinato dalla somma delle seguenti componenti:

1. flussi di cassa operativi netti (OFCE) che l'azienda sarà in grado di generare in futuro, scontati ad un tasso di attualizzazione pari al costo medio ponderato del capitale (Wacc);
2. valore di mercato di eventuali surplus asset non inerenti alla gestione caratteristica o non considerati, per eventuali specifiche ragioni metodologiche, nei flussi di cassa operativi;
3. posizione finanziaria netta dell'azienda a valori di mercato e determinata con riferimento alla data di valutazione.

La stima dei flussi di cassa operativi prospettici richiede un'analisi puntuale per l'orizzonte temporale prevedibile ed una stima del valore futuro dell'azienda al termine del periodo di proiezione esplicita.

L'applicazione del criterio *Unlevered Discounted Cash Flow* si basa sulla seguente relazione:

$$W_e = \sum_{t=1}^n \frac{OFCE_t}{(1+Wacc)^t} + \frac{TV}{(1+Wacc)^t} - PFN$$

Dove:

$W_e$  = valore del capitale economico dell'azienda;

OFCE = flussi di cassa operativi (*Operating Free Cash Flows*);

$n$  = orizzonte di proiezione esplicita;

Wacc = costo medio ponderato del capitale;

TV = terminal value o valore residuo;

PFN = posizione finanziaria netta.

Ai fini del calcolo del valore del capitale economico è quindi necessario stimare i parametri di seguito illustrati.

I Flussi di Cassa Operativi (FCFO) da stimare per il periodo di proiezione esplicita sono quelli resi disponibili dalla sola attività operativa dell'azienda, al lordo di qualsiasi componente di natura finanziaria. In particolare, sono calcolati come segue:

---

Reddito Operativo
+ Ammortamenti ed accantonamenti
- Imposte figurative (calcolate sul reddito operativo)
= FLUSSO DI CIRCOLANTE
-/+ Variazione del Capitale Circolante Netto
= FLUSSO DI CASSA DELLA GESTIONE CORRENTE
-/+ Variazione degli investimenti in attività operative
= FLUSSO DI CASSA OPERATIVO (OFCF)

---

L'orizzonte di proiezione esplicita ( $n$ ) da utilizzare ai fini delle proiezioni esplicite dei flussi di cassa operativi deve essere definito in modo tale che, al termine di tale periodo, l'azienda abbia raggiunto uno stato di sostanziale equilibrio. A questo fine occorre stimare il c.d. "competitive advantage period" che l'azienda possiede rispetto ai suoi concorrenti, ovvero l'arco temporale entro il quale la redditività operativa dell'impresa risulta ragionevolmente determinabile in modo puntuale e auspicabilmente superiore al suo costo del capitale.

Il costo medio ponderato del capitale (Wacc). I flussi di cassa individuati nel metodo in oggetto sono quelli di natura operativa, destinati alla remunerazione e all'eventuale rimborso di tutti i fornitori di capitale sia di debito che di rischio. Ai fini dell'attualizzazione dei flussi di cassa operativi, deve quindi essere utilizzato un tasso rappresentativo del costo di tutte le risorse finanziarie utilizzate dall'azienda; detto tasso è individuato nel costo medio ponderato del capitale (Weighted Average Cost of Capital - Wacc).

Il Wacc è determinato come segue:

$$WACC = K_d \cdot (1 - t) \cdot \frac{D}{D + E} + K_e \cdot \frac{E}{D + E}$$

Dove:

$E$  = valore di mercato del capitale di rischio;

$D$  = valore di mercato del capitale di debito;

$K_e$  = costo del capitale di rischio;

$K_d$  = costo medio del capitale di debito;

$t$  = aliquota media d'imposta dell'impresa oggetto di stima.

Il costo del capitale di debito ( $K_d$ ) è pari al costo medio dei debiti onerosi della società e può essere stimato a partire dalla relazione:

$$K_d = R_f + Spread$$

Dove:

$R_f$  = tasso di rendimento degli investimenti privi di rischio;

*Spread* = premio per il rischio di debito.

Il costo del capitale di rischio ( $K_e$ ) è comunemente definito come il costo opportunità del capitale azionario dell'azienda, ovvero il suo rendimento medio atteso. Il costo del capitale di rischio può essere stimato tramite differenti modelli. La prassi operativa prevalente impiega il modello del *Capital Asset Pricing Model* (CAPM), definito dalla seguente relazione:

$$K_e = R_f + \beta \cdot MRP$$

Dove:

$R_f$  = tasso di rendimento degli investimenti privi di rischio;

$\beta$  = indice di rischiosità della società rispetto al mercato;

$MRP$  = *Market Risk Premium*.

I tassi sopra definiti devono successivamente essere ponderati alla struttura finanziaria della società come detto in precedenza.

Ai fini della stima della struttura finanziaria è possibile ricorrere a diverse soluzioni operative:

- struttura finanziaria della società alla data di riferimento della valutazione espressa in termini di valori correnti di mercato. In tal caso, si ipotizza implicitamente che la società, nel lungo periodo, abbia una struttura finanziaria analoga a quella corrente;
- struttura finanziaria prospettica della società, definibile sulla base di:
  - valori medi di mercato delle due componenti di capitale, rilevate a partire da un campione di imprese comparabili. Tale approccio si fonda sul presupposto che la struttura finanziaria della società si allineerà, nel medio-lungo periodo, a quella delle aziende del settore di appartenenza;
  - valori medi del capitale proprio e del capitale di debito previsti dal management della società e incorporate nelle ipotesi di piano. Secondo tale approccio, sono formulate ipotesi esplicite sulla composizione prospettica del capitale della società.

Il *Terminal Value* o *valore residuo* ( $TV$ ). Ai fini della stima del valore residuo sono a disposizione diverse alternative:

- valore di liquidazione dell'attivo, al netto dei debiti residui alla fine del periodo di previsione esplicita;
- valore corrispondente alla capitalizzazione illimitata del reddito operativo netto;
- valore derivante dall'impiego di moltiplicatori empirici (EV/EBIT, P/E, ecc.)
- valore corrispondente alla capitalizzazione del flusso di cassa operativo medio normalizzato.

In quest'ultima ipotesi, il valore residuo rappresenta il valore attuale (all'anno  $n$ ) dei flussi di cassa operativi previsti per il periodo successivo all'orizzonte temporale di riferimento e può essere stimato come segue:

$$TV = \frac{OFCF_n^* \cdot (1 + g)}{(Wacc - g)}$$

Dove:

$TV$  = *terminal value* o valore residuo;

$OFCF_n^*$  = flusso di cassa operativo medio normalizzato;

$g$  = tasso di crescita del flusso di cassa operativo medio normalizzato, atteso nel periodo successivo a quello di proiezione esplicita.

Per la determinazione del flusso di cassa operativo medio normalizzato successivo al periodo di previsione, un'ipotesi frequentemente utilizzata è il c.d. *steady state*. Tale ipotesi si applica qualora sia ragionevole pensare a una fase di stabilità dell'impresa nel lungo periodo, escludendo quindi ulteriori periodi di crescita futura o di iniziale declino. Lo *steady state*, infatti, presuppone *capex* di mantenimento corrispondenti ad ammortamenti e variazioni nulle del capitale circolante netto e della posizione finanziaria netta.

La *Posizione finanziaria netta (PFN)* rappresenta, infine, il risultato della sommatoria tra i debiti finanziari dell'azienda e la sua liquidità.

## 8. STIMA DEL VALORE DI ENERGRID

Sulla base dei criteri sopra riferiti, chi scrive ha stimato il valore della Società mediante l'applicazione del metodo finanziario, il quale – come detto al capitolo 7 – rappresenta il criterio a cui viene dato maggior credito dalla più recente e consolidata prassi professionale nella valutazione delle imprese del tipo in oggetto. Di seguito si descrive il profilo metodologico rilevante per la determinazione dei parametri necessari all'applicazione del criterio finanziario prescelto e la conseguente individuazione del valore della Società.

### 8.1. APPLICAZIONE DEL METODO FINANZIARIO

L'applicazione del metodo finanziario, nella versione *Unlevered Discounted Cash Flow*, si basa su considerazioni relative alla capacità dell'azienda di creare valore, a partire dalla sua capacità di produrre cassa. Ai fini dell'applicazione del metodo finanziario è necessario determinare le grandezze elencate di seguito, come specificato al paragrafo 7.2.

Le assunzioni considerate per la stima del valore della Società sono di seguito riassunte:

- flussi di cassa operativi (*FCFO*) della Società per gli anni 2012-2015, come da *business plan* della Società, predisposto dal management riportati in Tabella 5;
- aliquota di imposta (*t'*) figurativa attesa per i flussi di cassa pari alla somma delle aliquote IRES, maggiorazione dell'aliquota IRES (c.d. "Robin tax") e IRAP pari al 38,0%, così come comunicato a chi scrive dalla Società, per considerare le relative tasse sull'*ebit*;
- *n*, il numero anni inseriti nel periodo di valutazione, pari a 4;
- tasso di crescita *g* pari al 2% avendo valutato le prospettive del mercato e della Società.

Tabella 5. Flussi di cassa (dati in milioni di Euro)

<i>Determinazione FCFO</i>	FY12P	FY13P	FY14P	FY15P
<b>EBIT</b>	<b>(0,2)</b>	<b>0,2</b>	<b>1,2</b>	<b>3,2</b>
Imposte (Ires + Robin Tax + Irap)	(0,0)	(0,2)	(0,6)	(1,3)
<b>NOPAT</b>	<b>(0,2)</b>	<b>0,1</b>	<b>0,7</b>	<b>1,9</b>
+ Ammortamenti	2,2	2,2	2,2	2,2
± Δ circolante operativo netto	(0,2)	1,1	4,9	6,2
± Flussi da attività di investimento/disinvestimento	0,1	0,1	0,1	0,0
<b>FCFO</b>	<b>1,9</b>	<b>3,4</b>	<b>7,8</b>	<b>10,3</b>

Per la determinazione del tasso di attualizzazione – WACC – il costo medio ponderato dei capitali, si è fatto ricorso ai parametri di seguito descritti e sintetizzati nella tabella seguente:

- tasso d'interesse privo di rischio (*Risk free interest rate*) pari al 6,06%, è considerato il tasso dei titoli pubblici e simili<sup>6</sup>, corrispondente al rendimento al lordo della fiscalità offerto dai BTP decennali<sup>7</sup> aggiornato al 31 ottobre 2011, al netto della quota d'aliquota fiscale del 12,5%, per coerenza con i flussi di Piano della Società;
- premio per il rischio (*MRP - Market Risk Premium*) o nella versione *equity country risk premium*, stimato da chi scrive ricorrendo all'analisi delle principali caratteristiche di rischiosità della struttura della Società e del paese, pari al 6,5%. Chi scrive ha ritenuto, in via prudenziale, di calcolarlo stimando il *risk premium* di un mercato azionario maturo pari al 5% (calcolato come *implied premium* dell'S&P 500) e aggiungendo ad esso il *country risk premium "adjusted"* misurato come *default spread* delle obbligazioni emesse dall'Italia su cui si basa il rating assegnato da Moody's all'Italia), moltiplicato per la volatilità relativa del mercato azionario dell'Italia ( $\sigma$  del mercato azionario/ $\sigma$  del mercato obbligazionario, pari a 1.5 - media dei mercati con elevata volatilità)<sup>8</sup>;
- premio addizionale per il rischio (*ARP-Additional Risk Premium*), per tenere conto di dimensione e assenza di liquidità delle azioni della Società, non essendo quotata, pari al 2%;
- coefficiente beta *unlevered* pari a 0,91, per tenere conto della variabilità/rischiosità del settore e della situazione dell'impresa, pari alla mediana dei beta delle società comparabili;
- leva finanziaria del 78%, pari al valore medio della leva nel periodo di Piano 2012-2015;
- un'aliquota di imposta (t) attesa come da piano del 34% ai fini del calcolo finanziario pari all'aliquota IRES, più l'addizionale dell'aliquota IRES (c.d. "Robin tax") per il calcolo del  $K_d$ ;
- il costo medio del capitale di debito ( $K_d$ ) - al netto della fiscalità - pari al 4,4% calcolato come IRS 10y pari al 2,65% al 31 ottobre 2011, più 400 *basis point* in accordo con la situazione attuale dei mercati finanziari;
- il  $K_e$ , il tasso di rendimento del capitale proprio o costo del capitale, risulta pari a 16,3%.

Il tasso di attualizzazione applicato, cioè il WACC calcolato sulla base dei dati prima indicati, risulta pertanto pari all'incirca al 7,0%.

Tabella 6. Calcolo del WACC

1. ASSUMPTIONS	
<i>Risk Free Rate (BTP ultima asta 31-10-2011)</i>	6,06%
Tassazione titoli di stato	12,50%
<i>Risk Free Rate Net</i>	5,30%
Equity adjusted country risk premium	6,50%
Premio di rischio addizionale (ARP)	2,00%
10y IRS (31 Ottobre 2011)	2,65%
Margin on debt (basis points)	400
Marginal Tax Rate (Ires +Robin tax)	34,0%
D/(D+E) media piano	78%
Beta U base - società comparabili	0,91
2. WACC CALCULATION	
$K_e$	16,3%
$K_d$	6,7%
$K_d * (1-t)$	4,4%
<b>WACC</b>	<b>7,0%</b>

<sup>6</sup> Cfr. L. Guatri, M. Bini, Nuovo Trattato sulla Valutazione delle Aziende, Egea, Milano, 2009, p. 604.

<sup>7</sup> La prassi individua tra gli altri come riferimento il BTP emesso negli ultimi 6 mesi con scadenza a 10 anni. L'ultima emissione del 31 ottobre 2011 indicava un tasso lordo pari al 6,06%. Si fa rinvia alla fonte ministeriale: [http://www.dt.mef.gov.it/export/sites/sitodt/modules/documenti\\_it/debito\\_pubblico/risultati\\_aste/risultati\\_aste\\_btp\\_10\\_anni/BTP\\_10\\_Anni\\_Risultati\\_Asta\\_del\\_28-31.10.2011.pdf](http://www.dt.mef.gov.it/export/sites/sitodt/modules/documenti_it/debito_pubblico/risultati_aste/risultati_aste_btp_10_anni/BTP_10_Anni_Risultati_Asta_del_28-31.10.2011.pdf).

<sup>8</sup> Cfr. Damodaran, [www.damodaran.com](http://www.damodaran.com), ultima visita 29 novembre 2011.

Considerato il periodo di *business plan* 2012-2015 e i flussi di cassa operativi presentati in Tabella 5, applicando il tasso d'attualizzazione calcolato, si perviene a stimare i flussi di Piano attualizzati.

A questi è stata aggiunta la stima del valore terminale attualizzato. Per giungere al valore terminale si è attualizzato il flusso di cassa operativo (*FCFO*) al 2016 utilizzando il WACC come in precedenza calcolato (tale calcolo è riportato nella tabella successiva). A tal fine, partendo dal reddito operativo dell'ultimo anno di piano (2015) ed ipotizzando un tasso di crescita pari al 2,0%, si è pervenuti a una stima dell'*Ebit* del primo anno successivo a quello di piano (2016), al quale sono state dedotte le imposte figurative, facendo l'ipotesi che l'impresa sia nella fase *steady state*<sup>9</sup>.

Tabella 7. Valutazione finanziaria di Energrid (dati in milioni di Euro)

Attualizzazione	2011
Flussi attualizzati	19,0
Terminal Value attualizzato	67,7
<b>Valutazione (Euro/000)</b>	
ENTERPRISE VALUE	86,7
PFN 2011	46,6
EQUITY VALUE	40,1
Quota 10%	4,0

Dall'attualizzazione dei flussi di cassa operativi da piano e del valore terminale si perviene alla valutazione della Società pari circa, con gli opportuni arrotondamenti, a circa 86,7 milioni di Euro. Dall'*Enterprise Value* così stimato è stata sottratta la posizione finanziaria netta al 15 dicembre 2011 pari a circa 46,6 milioni pervenendo a una valutazione del patrimonio netto della Società (*Equity Value*) di circa 40,1 milioni di Euro. La quota del 10% di Energrid, pertanto, è stimata pari a circa a 4,0 milioni di Euro.

## 8.2. ANALISI DI SENSITIVITA'

Per la completezza della valutazione, si è proceduto anche a effettuare l'analisi di sensitività per evidenziare le variazioni che l'*Equity Value* potrebbe subire in conseguenza di variazioni del tasso di crescita atteso degli FCFO (*g*) e del tasso di attualizzazione considerato (WACC). La *sensitivity* è stata svolta ipotizzando variazioni comprese fra 1,5% e 2,5% per il tasso di crescita *g*, e fra il 6,80% e il 7,2% per il tasso di attualizzazione. Nella tabella 7. sono riportati i risultati della *sensitivity* effettuata.

Tabella 7. *Sensitivity* sull'*Equity Value* di Energrid

Equity Value (Euro/000)	Crescita ( <i>g</i> )	WACC				
		6,80%	6,90%	7,00%	7,10%	7,20%
	1,50%	36	35	33	32	31
	1,75%	40	38	37	35	34
	2,00%	44	42	40	38	37
	2,25%	48	46	44	42	40
	2,50%	53	50	48	46	44

A seguito dell'analisi di sensitività condotta è possibile determinare il valore dell'*Equity* della Società, nell'ambito di un range compreso tra 35 e 46 milioni di Euro.

<sup>9</sup> Cfr. L. Guatri, M. Bini, Nuovo Trattato sulla Valutazione delle Aziende, Egea, Milano, 2009, p. 570.

## 9. CONCLUSIONI

Sulla base della documentazione esaminata, di quanto sopra evidenziato, delle analisi condotte e del criterio applicato, chi scrive ha proceduto al richiesto calcolo del valore della Società.

A conclusione del lavoro svolto, alla luce dei limiti in precedenza enunciati, è possibile affermare che l'*equity value* della Società, con riferimento alla data del 15 dicembre 2011, ottenuto mediante l'applicazione del metodo finanziario, può essere così determinato:

- la stima del capitale economico dell'impresa Energrid S.p.A. (*enterprise value*), con riferimento alla data del 15 dicembre 2011 può essere determinata in un valore pari a circa **87 milioni di Euro**;
- il valore azionario di Energrid S.p.A. (*equity value*), con riferimento alla data del 15 dicembre 2011, considerando la posizione finanziaria netta alla predetta data, risulta all'incirca pari a **40 milioni di Euro**;
- il valore del 10% di Energrid alla medesima data risulta all'incirca pari a **4 milioni di Euro**.

Chi scrive ritiene che un intorno di **40 milioni di Euro** per l'*equity value* di Energrid possa costituire riferimento nell'ipotesi di acquisizione di una quota del 10% da parte di Industria e Innovazione. E' da ultimo altresì stimabile, anche a seguito dell'analisi di sensitività condotta, un più probabile *range* di valori di mercato compreso, dopo le dovute approssimazioni, all'incirca tra **35 milioni di Euro e 46 milioni di Euro**.

Milano, 19 dicembre 2011

In fede

Prof. Dott. Francesco Penini

