

INNOVATEC S.P.A.

Sede legale in Milano (MI) - Via Bisceglie n. 76

Capitale sociale interamente sottoscritto e versato per Euro 5.027.858

Registro delle Imprese di Milano e Codice fiscale n. 08344100964

A handwritten signature or stamp, possibly a stylized 'S' or 'I', located on the right side of the page.

RELAZIONE ILLUSTRATIVA

DEL CONSIGLIO DI AMMINISTRAZIONE

predisposta ai sensi dell'art. 2441, comma sesto, del Codice Civile

Milano, 24 settembre 2015

*Il presente documento è disponibile presso la sede legale dell'Emittente e sul sito internet dell'Emittente
www.innovatec.it*

Premessa

In data 28 agosto 2015, l'assemblea straordinaria dei soci di Innovatec S.p.A. ("Innovatec" o l'"Emittente" o la "Società") ha attribuito al Consiglio di Amministrazione, ai sensi dell'art. 2443 del Codice Civile, la delega ad aumentare il capitale sociale a pagamento, in una o più volte ed in via scindibile, con diritto di opzione ai sensi dell'art. 2441, comma 1 o anche con esclusione del diritto di opzione ai sensi dell'art. 2441, commi 4 e 5, cod. civ. con o senza *warrant*, sino ad un importo massimo, comprensivo di sovrapprezzo, di Euro 15.000.000.

I criteri cui gli amministratori devono attenersi nell'esercizio della delega, in caso di esclusione in tutto o in parte del diritto di opzione, sono determinati, con riguardo alla tipologia di beni da apportare, a beni, mobili o immobili, e aziende conferenti con l'oggetto sociale della Società e delle società da questa partecipate o comunque connesse al settore delle energie da fonte sia rinnovabile che non, ivi inclusi progetti di teleriscaldamento o al settore ambiente, nonché a beni e complessi aziendali atti ad offrire servizi informatici a supporto delle attività precedentemente individuate e, con riferimento ai criteri per l'individuazione dei soggetti cui riservare l'offerta delle azioni, a fornitori, consulenti, eventuali *partner* industriali, finanziari, strategici o investitori di medio-lungo periodo (anche persone fisiche) ed investitori istituzionali.

Il Consiglio di Amministrazione ha facoltà di individuare, di volta in volta, i destinatari dell'aumento nell'ambito delle categorie sopra indicate e di stabilire, nel rispetto delle procedure richieste dalle disposizioni normative e regolamentari di volta in volta applicabili, nonché dei limiti sopra indicati, il prezzo di emissione (comprensivo dell'eventuale sovrapprezzo) delle azioni (e degli eventuali *warrant*). Il Consiglio di Amministrazione, inoltre, ha facoltà di definire termini, modalità e condizioni dell'aumento di capitale e di redigere il regolamento dei *warrant*, inclusa la facoltà di decidere se procedere alla richiesta di ammissione alle negoziazioni degli strumenti finanziari di nuova emissione sull'AIM Italia.

Tutto ciò premesso, si rileva che, in data odierna, il Consiglio di Amministrazione di Innovatec, successivamente alla ricezione del parere favorevole emesso dal Comitato Parti Correlate ai sensi della relativa procedura approvata dalla Società, trattandosi di operazione con parti correlate (come *infra* chiarito), ha deliberato di procedere con l'acquisizione del 100% del capitale sociale di Volteo Energie S.p.A. nella sua configurazione successiva alla Operazione di Cessione di Partecipazioni ("Volteo") mediante un'operazione di conferimento da parte di Kinexia S.p.A. ("Kinexia"), attuale socio di controllo di Innovatec e socio unico di Volteo, dell'intero capitale sociale di Volteo in Innovatec, ai termini ed alle condizioni di seguito indicate (l'"Operazione").

Pertanto, in esecuzione della delega conferita dall'assemblea del 28 agosto 2015, il Consiglio di Amministrazione di Innvotec sarà chiamato a deliberare l'esecuzione parziale di tale delega nell'ambito della seduta convocata per il giorno 24 settembre, ore 12.00, in Milano (MI), Via G. Bensi 12/3, con il seguente punto all'ordine del giorno: "*Aumento del capitale sociale con esclusione del diritto di opzione ai sensi dell'art. 2441, comma quarto, del Codice Civile, da attuarsi mediante utilizzo della delega al Consiglio di Amministrazione ai sensi dell'art. 5 dello statuto sociale; delibere inerenti e conseguenti.*"

La presente relazione è redatta in conformità alle previsioni dell'art. 2441, comma sesto, del Codice Civile.

1. Illustrazione dell'Operazione

L'Operazione consiste nel conferimento da parte di Kinexia in Innovatec delle azioni rappresentanti il 100% del capitale sociale di Volteo Energie S.p.A. nella sua configurazione successiva alla Operazione di Cessione di Partecipazioni ("la **Partecipazione Volteo**").

L'Operazione verrà attuata mediante aumento del capitale sociale di Innovatec (l'"**Aumento di Capitale**") da liberarsi mediante conferimento della Partecipazione Volteo, a fronte dell'emissione, da parte dell'Emittente, di n. 3.846.153 nuove azioni ordinarie per un controvalore pari ad Euro 9.999.997,80 (il "**Valore della Partecipazione Volteo**").

L'Aumento di Capitale funzionale al buon esito dell'Operazione è, pertanto, un aumento di capitale con esclusione del diritto di opzione ai sensi dell'art. 2441, comma quarto, del Codice Civile riservato a Kinexia affinché quest'ultima possa liberarlo mediante conferimento in natura della Partecipazione Volteo per un valore pari, come detto, ad Euro 9.999.997,80 da imputarsi interamente a capitale, con conseguente aumento del capitale sociale da Euro 5.027.858 ad Euro 15.027.855,80 ed emissione di n. 3.846.153 azioni ordinarie della stessa categoria già emesse da Innovatec.

Si sottolinea come l'Operazione costituisca una operazione con parti correlate ai sensi della procedura per le operazioni con parti correlate approvata dall'Emittente, in quanto Kinexia, azionista unico di Volteo, è altresì azionista di controllo dell'Emittente. A tal fine, il comitato parti correlate dell'Emittente, riunitosi in data 23 settembre 2015, ha espresso il proprio parere favorevole sull'interesse di Innovatec all'Operazione, nonché sulla convenienza e correttezza sostanziale delle relative condizioni.

Innovatec S.p.A. è una parte correlata di Volteo in quanto Kinexia, rispettivamente detiene i) una partecipazione nel capitale sociale di Innovatec, direttamente ovvero tramite proprie controllate, pari al 66,406%, suddivisa fra n. 3.314.030 azioni (pari ad una quota del 65,91%) detenute direttamente da Kinexia S.p.A. e n. 29.940 azioni (pari ad una quota dello 0,496%) detenute dalla controllata Volteo e ii) il 100% delle azioni di Volteo.

Volteo Energie S.p.A. costituita in data 2009 è una società per azioni di diritto italiano interamente controllata da Kinexia e soggetta alla direzione e coordinamento di quest'ultima. Ha sede in Milano - via G. Bensi, 12/3 con un capitale Sociale versato Euro 10.000.000,00 ed è Iscritta alla C.C.I.A.A. di Milano Codice Fiscale e N. iscrizione Registro Imprese 06375370969 Partita IVA: 06375370969 - N. Rea: 1888516
Il suo bilancio d'esercizio è soggetto a revisione legale dalla sua costituzione da parte della società Mazars S.p.A. ai sensi dell'art. 14 del D.Lgs. 39/2010 e dell'art. 165-bis del D. Lgs. 58/1998.

Volteo Energie S.p.A. è attualmente la sub-holding del Gruppo Kinexia operante nel business delle fonti rinnovabili. La società è dotata di un team di tecnici qualificato nell'ambito della progettazione e gestione di impianti ed in generale sulle tematiche ambientali. Oltre a gestire le partecipate del settore, svolge attività per il Gruppo, di "general contractor" nella realizzazione di impianti nell'eolico, nel fotovoltaico e nel biogas, biomasse e bioenergie nonché attività di consulenza ingegneristica e tecnica sia per le società del Gruppo controllato dalla controllante Kinexia S.p.A. che per le società correlate e terzi. A riguardo si segnala che a seguito della Riorganizzazione Societaria *infra* definita del Gruppo Kinexia, Volteo si focalizzerà nella sua attività core e cioè nella realizzazione e nella gestione di impianti per la produzione di energia da fonte rinnovabile sia in Italia che all'estero di grande e media taglia in modalità di EPC contractor sia *in house* che per terzi nonché la gestione e partecipazione di controllo in società che hanno come attività la produzione di energia elettrica da fonte rinnovabile ("**Attività core Volteo**").

In dettaglio, l'Operazione si inserisce in un contesto più ampio di riorganizzazione della struttura societaria del Gruppo Kinexia ("**Riorganizzazione Societaria**"), finalizzata alla creazione di due rami industriali ben distinti, il primo dedicato esclusivamente alla gestione del ciclo integrato dei rifiuti, sotto all'egida di Waste Italia S.p.A., ed il secondo precipuamente volto allo sviluppo di iniziative nel campo dell'efficienza energetica e delle energie rinnovabili sotto la direzione di Innovatec, ramo all'interno del quale ricade la corrente Operazione. La Riorganizzazione Societaria prevede altresì l'assegnazione ai soci di Kinexia delle attività dell'efficienza energetica attraverso la distribuzione delle azioni di Innovatec ai soci Kinexia.

Al fine di dar seguito alla Riorganizzazione Societaria sopra descritta, Volteo ha in finalizzazione le seguenti operazioni di Cessione delle partecipazioni ("**Operazione di Cessione di Partecipazioni**"):

A. La cessione a titolo oneroso da parte di Volteo, avvenuta nel mese di luglio 2015, delle seguenti Partecipazioni

1. Cessione di SUNRT02 S.r.l. a Kinexia e
2. Cessione delle seguenti partecipazioni alla SUNRT02 S.r.l.:
 - IGM S.r.l.
 - Castelvetrano Windpower S.r.l.

- Sassari Biogas S.r.l.
- Evento Ciro' S.r.l.
- 50% di K&T Ambiente S.r.l
- 10% di Ecoema S.r.l.

3. Cessione del 48,05% di Ecoema S.r.l. di cui 38,05% a Kinexia e il residuo 10% a SUN RT02

B. le seguenti Partecipazioni saranno oggetto di cessione a terzi successivamente alla data del conferimento e, come quelle di cui alla lettera A, non sono state oggetto di valutazione da parte del Perito. Trattandosi di operazioni che probabilmente non si concluderanno entro la data di efficacia del conferimento in Innovatec S.p.A., la Società opererà un conguaglio in denaro a favore di Kinexia pari all'ammontare netto che Volteo incasserà per effetto delle suddette cessioni.

- Agricerere Società Agricola S.r.l.
- Agrisorse Società Agricola S.r.l.
- Agrielektra Società Agricola S.r.l.
- GEFA Società Agricola S.r.l.

Il conferimento da parte di Kinexia in Innovatec delle azioni rappresentanti il 100% del capitale sociale di Volteo Energie S.p.A. nella sua configurazione successiva alla Operazione di Cessione di Partecipazioni contempla quindi:

a) le seguenti partecipazioni societarie:

i. 90% del capitale sociale della società agricola Sammartein Biogas a r.l.: la società è titolare di un impianto di produzione di biogas derivante dalla digestione anaerobica di biomasse agricole dalla potenza pari a 999KW ubicato a San Martino in Rio nella provincia di Reggio Emilia. La società è destinata alla vendita, ed a tale scopo è già stata intrapresa l'attività di scouting indirizzata ad individuare soggetti potenzialmente interessati all'acquisto; il restante capitale sociale è posseduto al 6% dal sig. Sorrivi Giovanni e al 4% da Cottafavi Italo.

b) ed è controparte attiva dei seguenti principali contratti di esecuzione di opere:

i. contratto di ristrutturazione in ottica *green e clean tech* del complesso alberghiero sito in località Capo Mulini ad Acireale (CT) e denominato "Perla Jonica": Nel corso del secondo semestre del 2014 Volteo Energie S.p.A. a seguito di un accordo con la società Item S.r.l. il cui maggiore azionista (70%) è lo sceicco degli Emirati Arabi Hamed Bin Ahmed Al Hamed, ha sottoscritto un contratto di EPC "turn key" finalizzato alla ristrutturazione con tecnologia green & cleantech del complesso alberghiero "Perla Jonica" sito ad Acireale (CT). Il corrispettivo del contratto di appalto "chiavi in mano" è pari ad Euro 47 milioni circa e l'ultimazione dei lavori è presumibilmente prevista entro la fine del 2016. Volteo Energie S.p.A. ha sub-appaltato una ridotta parte dei lavori all'Emittente;

ii. contratto di realizzazione dell'impianto eolico della potenza elettrica complessiva installata pari a 30 MW sito nel comune di Cirò (KR), la cui finanziabilità è stata resa possibile grazie all'acquisizione della tariffa incentivante ottenuta nelle procedure d'asta del GSE, con un ribasso del 7,5% rispetto al valore di base d'asta, con una messa in produzione dello stesso presumibilmente nel secondo semestre del 2015. Il contratto di EPC, sottoscritto con la società controllata E-Vento Cirò S.r.l. (società cedenda alla Sun RT 02 S.r.l., a sua volta controllata al 100% dall'Emittente), ha un controvalore complessivo pari ad Euro 42,5 milioni;

- iii. contratto di realizzazione del nuovo invaso per il conferimento di rifiuti speciali non pericolosi della discarica sita in Bedizzole (BS), di proprietà della società correlata Faeco S.r.l.
- c) è titolare di alcuni progetti internazionali a diverse fasi di realizzazione.
- d) è titolare delle S.O.A.;
- e) è parte di rapporti di debito e credito nei confronti dell'Emittente, dell'acquirente Innovatec nonché di altri soggetti giuridici facenti parte del gruppo societario facente capo all'Emittente su cui avverranno operazioni di compensazione delle partite in essere ("**Rapporti Intercompany**").

Congiuntamente, le **Operazione di Cessione di Partecipazioni e Rapporti Intercompany** le ("**Rettifiche Volteo**")

A conclusione dell'Operazione, Kinexia verrà a detenere una partecipazione pari al 81,02% del capitale sociale dell'Emittente.

4. Ragioni dell'Operazione, benefici attesi e riflessi sui programmi gestionali dell'Emittente

L'Operazione si inserisce nell'ambito di una riorganizzazione strategico-societaria di Kinexia finalizzata ad una razionalizzazione delle attività attualmente facenti capo alla stessa, così da permettere alla capogruppo di focalizzarsi sul settore ambientale, cedendo invece il business delle energie rinnovabili ad Innovatec.

La scelta di procedere ad un aumento di capitale mediante conferimento in natura è dettata, *inter alia*, dalla considerazione del fatto che si fatta operazione limita del tutto l'esborso per cassa per Innovatec nel contesto dell'Operazione.

Infine, avendo riguardo ai riflessi dell'Operazione sui programmi gestionali dell'Emittente, a valle delle valutazioni compiute il consiglio di amministrazione ha ritenuto che l'Operazione avesse l'effetto di rafforzare il perimetro del gruppo Innovatec nel settore delle "energie pulite" perseguendo gli obiettivi di sviluppo di cui al Piano Industriale 2015-2017 approvato dal consiglio di amministrazione di Innovatec. L'Operazione si inquadra, dunque, nella strategia di Innovatec di proporsi quale polo aggregante nel dinamico settore rinnovabili. La nuova configurazione più compatta del binomio Innovatec – Volteo permetterà di proporsi sul panorama nazionale e soprattutto internazionale in maniera maggiormente efficace, avendo all'interno del gruppo Innovatec sia un soggetto con comprovata esperienza nella realizzazione di impianti di grande taglia in modalità di EPC contractor e O&M (Volteo), sia un soggetto con esperienza nell'approccio al mercato retail e PMI come Innovatec e sue controllate nonché la neo acquisita Gruppo Green Power S.p.A..

5. Valutazioni di congruità dei termini del conferimento della Partecipazione Volteo

Il Consiglio di Amministrazione, nel determinare i termini del conferimento della Partecipazione Volteo, ha adottato le opportune procedure volte a tutelare l'integrità del capitale sociale dell'Emittente e l'interesse degli azionisti a fronte dell'esclusione del loro diritto di opzione.

Sono stati identificati pertanto i criteri di determinazione del valore economico del capitale sia di Volteo sia dell'Emittente generalmente applicati in operazioni di analoga natura e, comunque, tali da dover essere applicati in modo omogeneo, compatibilmente con gli elementi caratteristici delle singole società oggetto di valutazione, tenendo in dovuto conto gli effetti delle singole società oggetto di valutazione.

Il Consiglio di Amministrazione, nell'identificare detti criteri, ha adottato quelli più prudenziali e consoni a mantenere invariato il necessario rapporto tra capitale sociale e mezzi propri dell'Emittente, così come previsto dal Codice Civile a presidio dell'integrità del capitale sociale.

I valori presi in esame sono stati assunti in ipotesi di continuità gestionale e alla luce di elementi di previsione ragionevolmente ipotizzabili, senza tenere conto del verificarsi di accadimenti straordinari. In particolare le analisi valutative sono state basate sulle informazioni e condizioni di mercato e regolamentari conosciute alla data di effettuazione delle stesse.

In particolare, è stato ritenuto di procedere alla stima del valore economico del capitale dell'Emittente e di Volteo al fine di valutare la congruità del prezzo di emissione delle nuove azioni.

a. *Criteri di stima adottati*

La scelta dei criteri da applicare per la valutazione economica del capitale delle imprese è diretta funzione delle caratteristiche dell'entità oggetto di stima e degli obiettivi della stima stessa. In particolare, i criteri prescelti dovranno risultare idonei a cogliere gli elementi su cui si fonda il valore economico del capitale dell'impresa considerata, nonché ad assicurare il pieno conseguimento degli obiettivi che informano la stima. Il tutto, peraltro, non può prescindere dai criteri di stima che trovano generale accettazione nella prassi operativa e diffusa condivisione in dottrina ed ancora prima, ovviamente, dai criteri previsti dalla normativa vigente

Posto quanto sopra, è stato ritenuto di procedere alla valutazione della Società e di Volteo attraverso l'applicazione delle seguenti metodologie:

- con riferimento all'Emittente, visto il suo *status* di società quotata, è stato utilizzato il metodo del valore del patrimonio netto risultante dalla situazione contabile al 31 dicembre 2014, tenendo conto dell'andamento dei prezzi di borsa; e
- con riferimento a Volteo Energie S.p.A. è stato seguito un approccio valutativo di somma delle parti (*Sum-of-the-parts* o SOTP), che ha preso in considerazione le attività Volteo e sue controllate, in ipotesi stand alone, utilizzando diverse metodologie secondo la tipologia di attività quali: i) DCF (Discounted Cash Flow), ii) Fair Market Value e iii) margine atteso di commessa, così come riflessi nelle proiezioni economico-finanziarie, budgets di commessa, documentazione su transazioni comparabili, supportato da una valutazione in base a standard riconosciuti dal mercato. La data di riferimento per la determinazione del patrimonio netto contabile rettificato con l'accertamento della consistenza patrimoniale è il 30 giugno 2015.

a)1. *L'approccio valutativo SOTP*

Nell'ambito del SOTP, la prima componente presa in esame nell'ambito della presente valutazione fa riferimento all'*Enterprise Value* delle attività, che sono state valorizzate secondo diversi metodi secondo la tipologia di attività quali: i) DCF (Discounted Cash Flow), ii) *Fair Market Value* e iii) margine atteso di commessa, documentazione su transazioni comparabili ed altre metodologie di *common practice* nel mercato.

L'*Enterprise Value* delle singole attività vengono poi rettificati da componente rettificati di reddito e dai rischi potenziali di esecuzione ("**Execution Risk**")

La somma dell'*Enterprise Value* delle singole attività rettificata dalle componenti di cui sopra vengono ulteriormente rettificata per la posizione finanziaria netta di riferimento al fine di determinare l'*Equity Value* di Volteo.

a)1.1 *Il metodo Discounted Cash Flow (DCF)*

Il metodo dei flussi di cassa attualizzati si ispira al concetto generale che il valore di un'azienda, di un ramo o di un bene sia pari al valore attualizzato dei due seguenti elementi:

- o flussi di cassa che essa sarà in grado di generare entro l'orizzonte di previsione;

- o valore residuo, cioè il valore del complesso aziendale derivante dal periodo al di là dell'orizzonte di previsione.

Nell'approccio che considera i flussi operativi (approccio *unlevered*), al fine di ottenere il valore economico del capitale investito operativo (*Enterprise Value*), i flussi di cassa considerati sono i *Free Cash Flow operativi* (FCF), i quali vengono scontati al WACC (*Weighted Average Cost of Capital*).

Il valore così ottenuto viene rettificato della posizione finanziaria netta alla data di riferimento della valutazione e dell'ammontare del valore delle eventuali attività o passività non operative o non incluse nei flussi di cassa (*Surplus Assets/Liabilities*) ottenendo così il valore del capitale economico (*Equity Value*).

La formula generale in base alla quale si procede alla determinazione del valore del capitale economico dell'azienda è così rappresentabile:

$$Equity Value = \sum_{i=1}^n \frac{FCF_i}{(1 + WACC)^i} + TV + SAL - PFN$$

dove:

FCF = free cash flow, o flusso di cassa prodotto dalla gestione operativa;

WACC = costo medio ponderato del capitale;

n = periodo di previsione esplicita;

TV = valore attuale del valore residuo (Terminal Value), ossia il valore derivante dai flussi finanziari prodotti al di là dell'orizzonte di previsione esplicita;

SAL = Surplus Assets/Liabilities;

PFN = Posizione finanziaria netta.

COSTO MEDIO PONDERATO DEL CAPITALE – WACC

Il costo medio ponderato del capitale (Weighted Average Cost of Capital – WACC) è determinato come media ponderata del costo del capitale proprio e del costo del capitale di terzi, al netto degli effetti fiscali.

La formula del WACC è quindi:

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

dove:

K_e = costo del capitale proprio;

$E/(D+E)$ = percentuale del capitale proprio sul totale del capitale investito (capitale di rischio + capitale di debito);

K_d = costo del capitale di debito prima delle imposte;

t_c = aliquota d'imposta ("scudo fiscale");

$D/(D+E)$ = percentuale del capitale di debito sul totale del capitale investito (capitale di rischio + capitale di debito).

Il costo del capitale proprio rappresenta il rendimento che ci si aspetta, in condizioni non influenzate da fenomeni contingenti, dal settore di appartenenza dell'azienda ed è stato calcolato utilizzando il Capital Asset Pricing Model, attraverso la formula:

$$K_E = r_f + \beta \times (R_m - R_f) + ARP$$

dove:

K_E = costo del capitale proprio;

R_f = tasso privo di rischio (risk-free rate), pari al rendimento offerto nel medio-lungo termine da investimenti quali i titoli di stato;

β = coefficiente "beta" espressivo del rischio che caratterizza la particolare impresa rispetto al mercato

finanziario in generale;

$R_m - R_f$ = premio per il rischio azionario, ovvero il rendimento addizionale richiesto da un investitore avverso al rischio rispetto al rendimento delle attività prive di rischio; esso è pari alla differenza tra il rendimento medio del mercato azionario e il tasso privo di rischio;

ARP = Additional Risk premium, ovvero il rendimento addizionale richiesto dall'investitore razionale che investe in società di piccole dimensioni o non quotate, che comportano una minore liquidabilità dell'investimento, o che sopportano particolari situazioni, come una limitata diversificazione del rischio in termini di clientela servita o varietà della gamma di prodotti offerti.

Il costo del debito finanziario (K_d) è il tasso di interesse al quale si ipotizza l'azienda possa finanziarsi.

Questo tasso è solitamente stimato facendo riferimento a tassi di mercato, considerando uno spread per riflettere il potere contrattuale delle società nei confronti dei fornitori di capitale di debito. Il costo del debito deve essere considerato al netto dell'aliquota d'imposta "t", al fine di tenere conto del risparmio fiscale generato dalla deducibilità degli oneri finanziari.

La valutazione di WIH, applicando la metodologia del *Discounted Cash Flow*, il quale metodo risulta in linea con la migliore prassi valutativa italiana ed internazionale facendo riferimento ai flussi di cassa operativi post-tax attualizzati (*Discounted Free Cash Flow*) e seguendo un approccio valutativo di somma delle parti (*Sum-of-the-parts* o SOTP), che ha preso in considerazione i fondamentali WIH, WI e delle rispettive controllate, in ipotesi stand alone, così come riflessi nelle proiezioni economico-finanziarie, è stata condotta sulla base della documentazione sopraevidenziata e assumendo per realizzate le Condizioni previste dall'Accordo.

a)1.2 I metodi fondati sui multipli e delle transazioni comparabili

Inizialmente utilizzati come semplici strumenti di controllo e applicati a guisa di raffronto e conferma rispetto a precedenti valutazioni effettuate con criteri tradizionali (patrimoniali e reddituali), i metodi fondati sui multipli, hanno assunto, nel tempo, sempre maggiore rilievo tanto da essere utilizzati direttamente e principalmente nelle procedure di stima.

I metodi di valutazione relativa (o metodi dei multipli) fondano la loro essenza sull'utilizzo di moltiplicatori (rappresentati numericamente da rapporti matematici), i cui elementi costitutivi (i numeratori) sono specificamente individuati a priori e acquisiti direttamente dal mercato.

In proposito esistono due diverse metodologie valutative, l'una basata sui cosiddetti moltiplicatori di borsa, l'altra sulle transazioni comparabili.

Per ciò che concerne l'approccio delle transazioni comparabili, il metodo trae i propri dati di calcolo, dalle negoziazioni avvenute al di fuori del mercato formalmente riconosciuto. Il prezzo si desume direttamente dalle risultanze della compravendita. Il problema principale legato a questo tipo di approccio è la difficoltà nel reperire un campione di aziende sufficientemente rappresentativo, per cui è spesso necessario riferirsi, nella ricerca delle transazioni, ad un arco temporale superiore alla singola annualità.

Si asserisce che la ragione del successo, appalesatosi tuttavia con qualche ritardo e con una certa dose di moderazione in Europa rispetto al mondo anglosassone, che è da tributare al citato metodo dei multipli, risiede nel fatto che i moltiplicatori traggono comunque origine da valori tendenzialmente certi, ovvero risultanti da listini o transazioni effettivamente avvenute e relative ad aziende omogenee del tutto similari alla realtà economica oggetto della stima. Il fatto che recentemente è stato sottoscritto un accordo preliminare di compravendita tra il Gruppo Kinexia e una parte indipendente di impianti di produzione di energia derivante dal biogas prodotto dalla digestione di sottoprodotti agricoli di matrice vegetale ne determina un obiettivo *Fair Market Value* per questa tipologia di attività in capo a Volteo.

a)1.3 Margine sulle commesse contrattualizzate di breve termine e valorizzazioni delle attestazioni obbligatorie per la partecipazione a gare d'appalto

Nell'ambito del SOTP, una componente presa in esame nell'ambito della presente valutazione fa riferimento alla valutazione delle attività derivanti da commesse contrattualizzate verso terzi e/o verso parti correlate di Volteo con adeguata *segregation of duties* secondo il margine atteso di commessa derivante da budgets di commessa sottostanti ai contratti di EPC sottoscritti tra il committente e l'esecutore dei lavori. La valorizzazione delle commesse, esclusivamente di breve termine e che quindi ne determinano la ragionevole impossibilità di variazioni materiali nelle marginalità, vengono opportunamente rettificati da un discount rate sulla marginalità attesa e dai rischi potenziali di esecuzione se applicabili sulla base di fattori endogeni ed esogeni. Una seconda componente è la valutazione delle attestazioni obbligatorie per la partecipazione a gare d'appalto rilasciate ad aziende a seguito di un'istruttoria di validazione dei documenti prodotti dall'impresa, facenti capo a determinati esercizi di attività dell'impresa da appositi Organismi di Attestazione. Tali attestazioni vengono valorizzate, per le società che ne sono sprovviste, sulla base di percentuali moltiplicative in riferimento al focus di sviluppo annuale e pluriennale del proprio business su questa tipologia di commesse.

b. *Valorizzazione della Partecipazione Volteo*

Il Consiglio di Amministrazione ha condotto le necessarie analisi e valutazioni poste ad accertare la congruità del valore dei beni conferiti rispetto al corrispondente incremento del capitale sociale dell'Emittente; ad esito di dette analisi e valutazioni il Consiglio di Amministrazione ha ritenuto congruo il valore per l'acquisizione della Partecipazione Volteo, convenuto in complessivi Euro 9.999.997,80.

Per la verifica di tali valori si è fatto riferimento ad una valutazione di Volteo effettuata con l'applicazione delle metodologie indicate al paragrafo precedente, ovvero:

- con riferimento all'Emittente, visto il suo *status* di società quotata, è stato utilizzato il metodo del valore del patrimonio netto risultante dalla situazione contabile al 31 dicembre 2014, tenendo conto dell'andamento dei prezzi di borsa; e
- con riferimento a Volteo Energie S.p.A. è stato seguito un approccio valutativo di somma delle parti (Sum-of-the-parts o SOTP), che ha preso in considerazione le attività Volteo e sue controllate, in ipotesi stand alone, utilizzando diverse metodologie secondo la tipologia di attività quali: i) DCF (Discounted Cash Flow), ii) Fair Market Value e iii) margine atteso di commessa, così come riflessi nelle proiezioni economico-finanziarie, budgets di commessa, documentazione su transazioni comparabili, supportato da una valutazione in base a standard riconosciuti dal mercato. La data di riferimento per la determinazione del patrimonio netto contabile rettificato con l'accertamento della consistenza patrimoniale è il 30 giugno 2015.

In riferimento al metodo SOTP, l'Emittente ha quindi determinato il controvalore complessivo dell'Operazione valorizzando le singole attività di Volteo Energie S.p.A. elencate con il relativo metodo di valutazione:

- a) Attività di produzione di energia elettrica da fonte fotovoltaica: la valorizzazione dell'iniziativa fotovoltaica è stata effettuata andando a valutare i flussi di cassa relativi al periodo di incentivazione della produzione elettrica dell'impianto ricorrendo alla modalità DCF (*Discounted Cash Flow*) in assenza di *Terminal Value*;
- b) Attività di produzione di energia derivante dal biogas prodotto dalla digestione di sottoprodotti agricoli di matrice vegetale: la valorizzazione è stata effettuata sulla base di offerte vincolanti ricevute per iniziative analoghe in fase di cessione da parte del Gruppo Kinexia, come approssimazione del *Fair Market Value*;
- c) Commesse EPC nazionali: la valorizzazione di tale contratto è stata effettuata sulla base del *margine atteso di commessa*, ad eccezione di quanto già maturato alla data del 30 giugno 2015.

- d) Internazionale: sulla base di contratti di concessione in essere, le iniziative di sviluppo e realizzazione di impianti e la potenzialità della *pipeline* esistente ed in fase di sviluppo sul fronte dell'attività di EPC internazionale svolta da Volteo Energie S.p.A.. Al fine di tenere in debita considerazione il rischio connesso al conseguimento di tali iniziative, in diverse fasi di sviluppo, i flussi di cassa attesi da tale attività ottenuti ricorrendo al metodo DCF (*Discounted Cash Flow*) con *Terminal Value*;
- e) Attestazione S.O.A.: documentazione comprovante il surplus di marginalità derivante da tali attestazioni ai fini della partecipazione alle gare d'appalto pubbliche e alle prospettive di possibile utilizzo della suddetta S.O.A. nel tempo.

Complessivamente il "Metodo di Valutazione delle singole Attività Volteo".

I valori delle attività esposte, se applicabile, stati rettificati considerando un tasso percentuale di sconto sulle marginalità (20%) ("Margine per Acquirente") e di un *execution risk* variabile secondo lo stato e lo sviluppo dell'attività da 0% al 80% ("Execution Risk").

Al valore complessivamente determinato sommando i contributi delle diverse iniziative sopra descritte e rettificata, sono stati sottratti i debiti verso banche e debiti commerciali incagliati e in contenzioso in capo alla Volteo Energie S.p.A.

Tale valutazione è stata condotta sulla base di documentazione messa a disposizione da Volteo e, in particolare, documentazione comprovante i surplus di marginalità potenziale e di transazioni comparabili e documenti economico patrimoniali e prospettici utilizzati per determinare le singole valutazioni come Budgets dei contratti EPC (*Engineering Procurement and Construction*) sottoscritti o in fase di perfezionamento. Sono inoltre stati esaminati il bilancio di esercizio al 31 dicembre 2014 e la situazione contabile di Volteo al 30 giugno 2015, acquisite le **Rettifiche Volteo**. Quest'ultime non rappresentano fatti od eventi fisiologici, bensì aventi carattere straordinario. Inoltre, sono stati esaminati la Posizione finanziaria netta al 31 marzo 2014 di Volteo, l'ageing dei debiti verso fornitori al 30 giugno 2015 nonché le posizioni incagliate e in contenzioso presenti nel predetto ageing.

Il bilancio rettificato con le **Rettifiche Volteo** della società Volteo Energie S.p.A. viene riassunto nella tabella seguente.

<i>in Euro</i>	Volteo Energie 31.12.14	Volteo Energie 30.6.15	Op. ante cessione *	Sval. part.	Cessione part.	Compensazioni con KNX	Volteo Energie NEW 30.6.15
Immobilizzazioni	1.192.532	981.769	0	0	0	0	981.769
Partecipazioni	10.529.003	4.019.919	191.181	(201.181)	(3.089.718)	0	920.201
Altre attività finanziarie non correnti	60.596.642	49.467.343	(172.201)	0	3.089.718	(38.250.038)	14.134.821
Capitale Immobilizzato	72.318.177	54.469.031	18.980	(201.181)	0	(38.250.038)	16.036.792
Rimanenze	8.015.844	13.684.687	0	0	0	0	13.684.687
Crediti commerciali	3.901.719	3.872.996	(834.683)	0	0	(2.520.066)	518.247
Debiti commerciali	(22.464.646)	(29.920.261)	1.501.443	0	0	1.540.999	(26.877.819)
Crediti/(debiti) intercompany	(40.786.790)	(30.849.128)	(103.992)	0	0	33.934.834	2.981.714
Altri crediti/(debiti) correnti	(675.488)	(439.156)	(581.748)	0	0	5.294.272	4.273.368
Capitale Circolante netto	(52.009.361)	(43.650.862)	(18.980)	0	0	38.250.038	(5.419.804)
TFR, F. Rischi e Oneri	(1.786.057)	(1.705.864)	0	0	0	0	(1.705.864)
Capitale investito netto	18.522.759	9.112.305	(0)	(201.181)	0	(0)	8.911.124
Disponibilità liquide	644.262	1.105.537	0	0	0	0	1.105.537
Altre attività / (passività) finanziarie nette	(1.398.874)	(1.129.668)	0	0	0	0	(1.129.668)
(Indebitamento) / disponibilità finanziarie nette	(754.612)	(24.131)	0	0	0	0	(24.131)
Patrimonio netto	17.768.147	9.088.174	0	(201.181)	0	0	8.886.993
Totale Fonti di Finanziamento	18.522.759	9.112.305	0	(201.181)	0	0	8.911.124

Il patrimonio netto della Volteo Energie Spa è risultato pari ad Euro 8.886.993 dopo le rettifiche. Le rettifiche appostate dalla società come già evidenziate precedentemente sono:

- cessione della partecipata SUN RT 02 a Kinexia;
- cessione di alcune partecipazioni alla SUN RT 02;
- compensazione crediti/debiti intercompany società controllate/collegate;
- rinunce nella società E-Vento Cirò, per ricostituzione PN negativo antecessione della partecipazione;

- svalutazione prudenziale di alcune partecipazioni.

Entro la data di redazione della presente relazione si sono concretizzate la cessione di otto partecipazioni a SUN RT 02 S.r.l. e di una partecipazione a Kinexia come da dettaglio di seguito riportato; entrambe queste entità giuridiche cessionarie fanno parte del gruppo.

- il 100% del capitale sociale di IGM S.r.l. per il prezzo di euro 100,00;
- il 100% di Castelvetrano Windpower S.r.l. per il prezzo di euro 100,00;
- l'80% di Sassari Biogas Società agricola S.r.l. per il prezzo di euro 10.000,00;
- il 100% di E-Vento Cirò S.r.l. per il prezzo di euro 10.000,00;
- il 100% di ER società agricola a r.l., per il prezzo di euro 10.000,00;
- il 100% di Bioenergie Italia società agricola a r.l., per il prezzo di euro 10.000,00;
- il 50% di K&T Ambiente S.r.l. per il prezzo di euro 5.000,00;
- il 10% di Ecoema S.r.l. per il prezzo di euro 616.965,00;
- il 38,05% di Ecoema S.r.l. per il prezzo di euro 2.347.553,00

Nella tabella sottostante vengono riepilogate e dettagliate le operazioni di rettifica sulle società partecipate da Volteo Energie S.p.A.:

artecipazioni	30.6.2015				Da cedere a	Capitale sociale	Equity	Saldo ITC netti	rinunce	Sval.	Part. post sval	Prezzo cessione	Plus/mini
	% contr.	Val. carico	Sval.	Netto									
602317 PARTECIPAZIONI IN IGM SRL	100%	7.722.547	(7.722.447)	100	SUN RT02	10.000	10.359	1.129.394	0	0	100	100	
602318 Partecipazione EDF	100%	553.726	(511.000)	42.726		10.000	10.333	42.764	0	0	42.726		
602322 Partecipazione Castelvetrano W	99%	69.336	(69.236)	100	SUN RT02	20.000	7.921	50.653	0	0	100	100	
602330 Partecipazione E-Vento Cirò	100%	4.757.225	(4.747.225)	10.000	SUN RT02	10.000	(58.710)	8.561.255	68.710	(68.710)	10.000	10.000	
602344 Partecipazione Atria Solar	100%	525.227	(325.000)	200.227		10.000	(4.733)	1.889.404	0	0	200.227		
602347 Partecipazione ER	100%	1.269.195	(1.259.195)	10.000	SUN RT02	10.000	10.778	1.603.329	0	0	10.000	10.000	
602348 Partecipazione Agrisorse	70%	502.259	(482.259)	20.000	SUN RT02	20.000	20.000	938.071	0	0	20.000	20.000	
602349 Partecipazione Agrielektra	70%	510.718	(490.718)	20.000	SUN RT02	20.000	20.000	1.122.948	0	0	20.000	20.000	
602350 Partecipazione Agricerere	70%	456.076	(436.075)	20.001	SUN RT02	20.000	20.001	913.711	0	0	20.001	20.000	
602353 Partecipaz. Bioenergie Italia	100%	983.349	(973.349)	10.000	SUN RT02	10.000	13.002	1.014.141	0	0	10.000	10.000	
602355 Partecipaz. Sammartin Biogas	90%	490.528	(390.528)	100.000		10.000	(122.471)	3.935.045	132.471	(132.471)	100.000		
602356 Partecipazione Sassari Biogas	80%	21.007	(11.007)	10.000	SUN RT02	10.000	6.629	(5.083)	0	0	10.000	10.000	
602357 Partecipazione Gefa	70%	631.508	(611.508)	20.000	SUN RT02	20.000	20.001	1.067.085	0	0	20.000	20.000	
602401 Partecipazione Pachino Energia	100%	477.236	0	477.236		100.000	81.224	25.059	0	0	477.236		
602404 Partecipazione Sun RT 02	100%	10.000	0	10.000	KNX	10.000	40.313	0	0	0	10.000	10.000	
artecipazioni in controllate		18.979.937	(18.029.546)	950.391			74.647	22.287.775	201.181	(201.181)	950.391	130.200	
802326 Partecipazioni ECOEMA	48,05%	2.964.518	0	2.964.518	SUN RT02/KNX*	2.310.000	8.142.492	6.216.536	0	(0)	2.964.518	2.964.518	
802364 Partecipazioni K&T AMBIENTE	50%	5.000	0	5.000	SUN RT02			19.250	0	0	5.000	5.000	
artecipazioni in collegate		2.969.518	0	2.969.518			8.142.492	6.235.786	0	(0)	2.969.518	2.969.518	
ARTECIPAZIONI DIVERSE		10	0	10									
totale		21.949.465	(18.029.546)	3.919.919			8.217.139	28.523.561	201.181	(201.181)	3.919.909	3.099.718	

di cui 38,05% a KNX e il residuo 10% a SUN RT02

Le valutazioni sono state effettuate in ipotesi di continuità gestionale di Volteo, anche da un punto di vista finanziario, non tenendo conto di eventuali sinergie derivanti dall'integrazione con il gruppo Innovatec, ma applicando fattori di valutazione (quali, ad esempio, quelli connessi al rischio ed al costo del capitale di debito) che presuppongono l'appartenenza di Volteo al gruppo Innovatec.

Si segnala inoltre che, ai sensi degli articoli 2440 e 2343-ter, secondo comma, lettera b), del Codice Civile, l'indicazione del valore attribuito ai beni oggetto del conferimento non può eccedere, come non eccede, il valore equo della Partecipazione Volteo indicato nella valutazione operata dall'Esperto Indipendente (si veda il successivo Paragrafo 3.4).

5.b) L'approccio valutativo SOTP

Nell'ambito del SOTP, la prima componente presa in esame nell'ambito della presente valutazione fa riferimento all'*Enterprise Value* delle attività di Volteo, che sono state valorizzate secondo il **Metodo di Valutazione delle singole Attività Volteo**.

L'*Enterprise Value* delle singole attività di Volteo sono state rettificata della componente **Margine per l'Acquirente** e dell'*Execution Risk* secondo i seguenti parametri della tabella seguente.

La somma dell'*Enterprise Value* delle singole attività di Volteo rettificata della componente **Margine per l'Acquirente** e dell'*Execution Risk* sono state ulteriormente rettificata per la posizione finanziaria netta di riferimento al 30 giugno 2015 comprensiva dei debiti verso fornitori incagliati e in contenzioso, al fine di determinare l'*Equity Value* di Volteo.

Valutazione Volteo - Configurazione residuale post cessioni

Tipologia valutazione	Sum of the Parts				
Data di riferimento	30/06/2015				
Valori	Euro migliaia				
Componenti	Valutazione	Margine x Acquirente	Execution Risk	Def. Pr. Cessione	
Atria	423	20%		338	338
Capo Mulini	4.238	20%	10%	531	3.051
Cirò	3.321	20%	80%	218	531
Faeco	272	20%		936	218
Sammartein	1.170	20%		13.524	936
EPC Nazionale e Internaz.	22.541		40%	1.500	13.524
Valore di utilizzo SOA	1.500			20.099	1.500
Sum of the Parts	33.465				20.099
PFN	(24)			(24)	(24)
Debiti commerciali scaduti e contenzioso	(9.765)			(9.765)	(9.765)
Rischio esecuzione EPC + Margine	(13.366)				
Eq. Value	10.310				10.310
Valore di cessione partecipazione	10.000				10.000

Ai fini della determinazione del valore economico delle attività denominata "Atria" (impianto fotovoltaico di 1MWp in gestione ad Ostuni - Brindisi) alla data di riferimento attraverso l'applicazione del metodo del *DCF*, il processo di valutazione è stato strutturato nelle fasi seguenti:

- ✓ Calcolo dei flussi di cassa riferibili a Atria;
- ✓ Calcolo del tasso di attualizzazione;
- ✓ Determinazione del valore economico di Atria;

Si è provveduto dapprima a determinare i flussi di cassa di Atria sulla base del business plan predisposto dal *management* con ultimo anno 2029 senza *Terminal Value* e un WACC di 5,60%, un Beta di 0,90, un market risk premium di 5,60% e un company risk premium di 1,1% (Fonte: Fernandez, P. Linares and Isabel Fernandez Acin, "Market Risk Premium Used in 88 Countries in 2014: A Survey with 8,228 Answers" - June 2014 e Fonte: Ibbotson). L'*Enterprise Value* dell'attività è stata rettificata dal debito finanziario a correlazione dell'attività stessa giungendo ad un valore di Euro 423 mila

Ai fini della determinazione del valore economico delle attività denominata "Capo Mulini" (commessa di Euro 47 milioni sottoscritto con un committente terzo per la ristrutturazione di un complesso turistico nei pressi di Taormina in ridotta parte eseguita alla data di riferimento) la valutazione è stata operata - considerate le tempistiche per la conclusione della commessa - in base alla quota di margine della commessa restante in capo a Volteo derivante dal budget di commessa sottostante al contratto di EPC sottoscritto tra il committente e l'esecutore dei lavori. La valorizzazione delle commesse è stata opportunamente rettificata da un discount rate del 20% sulla marginalità attesa e dai rischi potenziali di esecuzione del 5%. Il valore complessivo risulta di Euro 3.051 mila.

Ai fini della determinazione del valore economico delle attività denominata "Ciro" (commessa per la costruzione di un impianto eolico di 30MWe in Ciro' KR) la valutazione è stata operata - considerate le tempistiche per la conclusione della commessa - in base alla quota di margine della commessa restante in capo

a Volteo derivante dal budget di commessa sottostante al contratto di EPC sottoscritto tra il committente parte correlata e l'esecutore dei lavori. La valorizzazione delle commesse è stata opportunamente rettificata da un discount rate del 20% sulla marginalità attesa e dai rischi potenziali di esecuzione del 80%. Per questa esecuzione è stato applicato un *execution-risk* molto elevato in quanto le autorizzazioni a costruire sono scadute nel marzo 2015. Pur confidando con certezza in un provvedimento amministrativo che consenta la ripresa dei lavori, il rischio esecuzione è stato valutato all'80%, in riferimento al pur sempre potenziale non ottenimento del suddetto provvedimento amministrativo. Il valore complessivo risulta di Euro 531 mila.

Ai fini della determinazione del valore economico delle attività denominata "Faeco" (commessa per la costruzione di un ampliamento di una discarica a Brescia già in parte eseguita) la valutazione è stata operata - considerate le tempistiche per la conclusione della commessa - in base alla quota di margine della commessa restante in capo a Volteo derivante dal budget di commessa sottostante al contratto di EPC sottoscritto tra il committente parte correlata e l'esecutore dei lavori. La valorizzazione delle commesse è stata opportunamente rettificata da un discount rate del 20% sulla marginalità attesa per un valore complessivo di Euro 258 mila.

Ai fini della determinazione del valore economico delle attività denominata "Sammartein" (impianto di produzione di energia elettrica cosiddetto da digestione di prodotti e scarti agricoli biogas funzionante e sito in provincia di Reggio Emilia) la valutazione è stata operata al valore equo di mercato basato sulla realizzazione di impianti analoghi. In particolare, è stata operata con riferimento ad una transazione analoga che si sta concretizzando all'interno del gruppo dopo la firma di un preliminare impegnativo. La valorizzazione dell'attività è stata opportunamente rettificata da un discount rate del 20% per un valore complessivo di Euro 936 mila.

Ai fini della determinazione del valore economico delle attività denominata "EPC nazionale ed internazionale" (commesse firmate o per le quali sono in corso le pratiche di autorizzazione le cui realizzazioni sono allocate in paesi stranieri come Albania, Africa, Iran) la valutazione è stata operata sulla base dei flussi di cassa attualizzati mediante un WACC del 6,50% ridotto da una componente di rischio del 2,5%. Ai fini del calcolo dei flussi di cassa e del terminal value sono stati utilizzati solo i valori delle commesse che sono considerate replicabili dalla società. Il valore così determinato è stato ridotto di un *execution-risk* del 40% considerata la collocazione geografica. La valorizzazione dell'attività risulta per un valore complessivo di Euro 13.524 mila.

Ai fini della determinazione del valore economico delle attività denominata "SOA" (attestazioni obbligatorie per la partecipazione a gare d'appalto). La Soa è stata messa a disposizione di Innovatec Spa per partecipare alle gare pubbliche. Innovatec ha già partecipato a due bandi grazie alla SOA in capo a Volteo che in caso contrario non avrebbe potuto parteciparvi. Tali attestazioni sono state valorizzate, assumendo un tasso del 10% sui potenziali delle suindicate due commesse con un multiplo di 5 volte in riferimento al focus di sviluppo annuale e pluriennale del business Innovatec su questa tipologia di commesse. La valorizzazione dell'attività è risultata pari a Euro 1.500 mila.

La somma dell'*Enterprise Value* delle singole attività di Volteo di cui sopra e pari a Euro 20,1 milioni è stata sottratta la posizione finanziaria netta di riferimento al 30 giugno 2015 comprensiva dei debiti verso fornitori incagliati e in contenzioso per complessivi Euro 9,8 milioni ("**Posizione Finanziaria Netta pro-forma**") al fine di determinare l'*Equity Value* di Volteo di Euro 10,3 milioni ulteriormente rettificata, per prudenzialità a Euro 10 milioni.

I debiti in contenzioso, ovvero per i quali sussistono delle cause aventi ad oggetto da parte di Volteo la contestazione anche parziale del debito, sono valore nominale assumendo che nessuna delle richieste opposte da Volteo venga accolta a titolo di ulteriore prudenzialità.

5.c) Valutazione metodo di controllo

Al fine di ottenere indicazioni circa la ragionevolezza della stima del valore di Volteo ottenuta attraverso il metodo precedentemente analizzato, è stata sviluppata un'analisi dei multipli di borsa di società quotate comparabili. Il metodo dei multipli di mercato consiste nell'identificare appropriati multipli desunti dall'osservazione di un campione di società comparabili, da applicare ai valori economico/patrimoniali dell'azienda oggetto di valutazione al fine di ottenere un valore di mercato dell'azienda stessa.

L'analisi è stata sviluppata attraverso le seguenti fasi:

- selezione e analisi di un campione di società comparabili;
- identificazione dei parametri rilevanti espressivi del valore della società oggetto di valutazione;
- identificazione dei prezzi rappresentativi dei titoli azionari;
- calcolo dei multipli;
- applicazione dei multipli agli indicatori economico/patrimoniali della società oggetto di valutazione.

Sono state selezionate alcune società operanti nel settore in cui opera la società Volteo:

Tabella Multipli anno 2015	
Società	EV/Ebitda
Terni Energia	7,6
Alerion Clean	8,6
Enel Green Power	9,7
Falck Renewables	6,6
Kinexia	4,9
Media	7,48

L'analisi dei multipli è stata condotta sulla base del multiplo dell'Ebitda, utilizzando un multiplo medio ed arrotondato pari a 7. In funzione della particolare attività di general contractor svolta dalla Volteo, il multiplo così individuato è stato applicato all'Ebitda di commesse replicabili e con valore di execution-risk ridotto o pari a zero. In particolare sono state utilizzate unicamente le commesse Capo Mulini e Faeco che generano un Ebitda arrotondato prudenzialmente di Euro 3 milioni. Tale scelta è stata effettuata in modo da neutralizzare eventuali situazioni contingenti ed avvenimenti straordinari intercorsi in particolari situazioni di vita dell'azienda.

L'*Enterprise Value* calcolato su un multiplo di 7 volte sull'Ebitda di Euro 3 milioni (pari a Euro 21 milioni) è stato sottratta la Posizione Finanziaria Netta *pro-forma* posizione finanziaria netta di riferimento al 30 giugno 2015 comprensiva dei debiti verso fornitori incagliati e in contenzioso per complessivi Euro 9,8 milioni, al fine di determinare l'*Equity Value* di Volteo di Euro 10,7 milioni che conferma la valutazione con il metodo principale SOTP di Euro 10 milioni.

c. Conclusioni

Il Consiglio di Amministrazione ha ritenuto ragionevoli le ipotesi utilizzate per la redazione del modulo di valutazione delle attività facenti capo a Volteo, ritenendo di individuare, sulla base delle (i) varie metodologie applicate ed illustrate sopra (quella principale del SOTP, e, quella di controllo dei multipli di mercato) e (ii) delle assunzioni illustrate nel precedente Paragrafo 3.2, un valore dell'*enterprise value* di Euro 20,1 milioni, a cui è stato sottratto il valore della Posizione Finanziaria Netta *pro-forma* in modo da ottenere l'*equity value* di Euro 10,3 milioni, il quale risulta superiore al Valore della Partecipazione Volteo di Euro 10 milioni.

Le analisi di sensitività, nonché il metodo dei multipli di mercato, a supporto del metodo di base SOTP, confermano che il valore dell'*equity value* relativamente alla Partecipazione Volteo risultano sempre non inferiori al Valore della Partecipazione Volteo.

d. *Valore equo risultante dalla valutazione dell'Esperto Indipendente*

In data 28 agosto 2015, Kinexia ha nominato il dott. Claudio Pastori quale esperto indipendente ai sensi dell'art. 2343-ter, comma secondo, lettera b), del Codice Civile (l'"**Esperto Indipendente**").

Conclusioni dell'Esperto Indipendente

Il perito a conclusione della propria relazione di stima ed in esito a quanto dallo stesso valutato determina il valore della partecipazione detenuta da Kinexia SpA in Volteo Energie SpA a socio unico almeno pari ad Euro 10.000.000 (diecimilioni); la società conferitaria potrà aumentare il proprio capitale sociale sino al predetto importo di Euro 10.000.000, ricevendo a liberazione dello stesso la partecipazione nella Volto Energie SpA a socio unico oggetto della presente stima.

e. *Congruità del prezzo di emissione delle nuove azioni oggetto dell'Aumento di Capitale a servizio del conferimento*

Il Collegio Sindacale di Innovatec S.p.A: ha rilasciato il parere di congruità del prezzo di emissione delle nuove azioni Innovatec in data 24 settembre 2015, con le seguenti conclusioni:

“Sulla base della documentazione esaminata e delle procedure sopra indicate, tenuto conto della natura e portata del nostro lavoro indicate nel presente parere, fermo restando quanto segnalato al precedente paragrafo 9, riteniamo che il metodo di valutazione adottato dagli Amministratori per la determinazione del valore economico attribuibile alle azioni di Innovatec sia adeguato e non arbitrario. Pertanto, tenuto conto di quanto indicato nel precedente paragrafo 9, esprimiamo parere favorevole, ai sensi del sesto comma dell'art. 2441 del Codice Civile, sulla congruità del prezzo di emissione pari a Euro 2,60, di ciascuna delle n° 3.846.153 nuove azioni Innovatec.”

6. **Indicazione del numero, della categoria, della data di godimento e del prezzo di emissione delle nuove azioni oggetto dell'aumento di capitale**

A seguito dell'Aumento di Capitale, la Società emetterà n. 3.846.153 nuove azioni ordinarie della medesima categoria di quelle già in circolazione che avranno godimento regolare (salvo quanto *infra* descritto in merito alle verifiche richieste dall'art. 2343-*quater*, comma primo, del Codice Civile e alla connessa inalienabilità delle azioni, di cui al comma quarto del medesimo articolo, sino al compimento di dette verifiche da parte del Consiglio di Amministrazione dell'Emittente) per un controvalore complessivo pari al Valore della Partecipazione Volteo.

Il prezzo di emissione delle nuove emittende azioni nell'ambito dell'Aumento di Capitale è pari ad Euro 2,60 ciascuna.

Ai sensi dell'art. 2343-*quater*, comma quarto, del Codice Civile, le nuove azioni Innovatec sono inalienabili e devono restare depositate presso la Società fino all'iscrizione della dichiarazione degli amministratori contenente le seguenti informazioni;

- a) la descrizione dei beni o dei crediti conferiti per i quali non si è fatto luogo alla relazione di cui all'art. 2343, comma primo, del Codice Civile;
- b) il valore ad essi attribuito, la fonte di tale valutazione e, se del caso, il metodo di valutazione;
- c) la dichiarazione che tale valore è almeno pari a quello loro attribuito ai fini della determinazione del capitale sociale e dell'eventuale sovrapprezzo;

- d) la dichiarazione che non sono intervenuti fatti eccezionali o rilevanti che incidono sulla valutazione di cui alla lettera b); e
- e) la dichiarazione di idoneità dei requisiti di professionalità e indipendenza dell'esperto di cui all'art. 2343-ter, comma secondo, lettera b), del Codice Civile.

Ai sensi dell'art. 2343-*quater*, comma primo, del Codice Civile le verifiche utili al rilascio della dichiarazione di cui sopra dovranno essere poste in essere nel termine di trenta giorni dalla data di esecuzione del conferimento.

Si segnala inoltre che ai sensi dell'art. 2440, comma sesto, del Codice Civile, nel termine di trenta giorni dalla data di esecuzione del conferimento (ovvero, se successiva, entro trenta giorni dalla data di iscrizione della deliberazione di aumento di capitale al Registro Imprese) i soci che rappresentano almeno il ventesimo del capitale sociale dell'Emittente possono richiedere che si proceda, su iniziativa degli amministratori, ad una nuova valutazione ai sensi e per gli effetti dell'articolo 2343 del Codice Civile. Detta richiesta non ha effetto laddove gli amministratori, ad esito della verifica di cui all'articolo 2343-*quater*, comma primo, procedano ai sensi dell'articolo 2343-*quater*, comma secondo, del Codice Civile.

7. Riflessi tributari dell'Operazione sulla Società

a. *I Riflessi tributari dell'operazione sulla società conferente*

L'operazione di conferimento rileva sotto il profilo tributario ai fini delle imposte dirette per il soggetto conferente.

In particolare, sulla base delle norme tributarie in vigore alla data del conferimento, potranno verificarsi i presupposti per la tassazione delle eventuali plusvalenze emergenti dalla differenza tra il valore di realizzo delle azioni di nuova emissione ricevute e l'ultimo valore fiscalmente riconosciuto delle quote conferite.

Si ricorda che, ai sensi dell'articolo 175, comma primo, del Testo Unico delle imposte sui redditi approvato con D.P.R. 22 dicembre 1986 n. 917 e successive modifiche, si considera valore di realizzo quello attribuito alle partecipazioni, ricevute per effetto del conferimento, nelle scritture contabili del soggetto conferente ovvero, se superiore, quello attribuito alle partecipazioni conferite nelle scritture contabili del soggetto conferitario. Restano, tuttavia, ferme, le disposizioni in materia di partecipazioni esenti, che consentono una parziale riduzione delle plusvalenze tassate in capo alla società alienante, nella misura e secondo le regole di cui all'art. 87 del TUIR.

Sotto il profilo IVA, l'operazione di conferimento rappresenta un'operazione esente da IVA ex articolo 10, n. 4), D.P.R. 26.10.1972 n. 633 per i soggetti che effettuano il conferimento delle azioni di Volteo Energie nell'ambito di attività d'impresa.

b. *Riflessi tributari dell'operazione sulla società conferitaria*

In base alle vigenti disposizioni tributarie, l'aumento di capitale in natura ed il relativo conferimento della partecipazione di controllo in Volteo Energie, sono soggetti a tassa di registro in misura fissa.

In capo all'emittente conferitaria, il valore di iscrizione nelle proprie scritture contabili della partecipazione oggetto di conferimento assumerà piena valenza anche ai fini fiscali.

Tale partecipazione, tenuto conto della residenza fiscale della società partecipata e dell'attività svolta dalla medesima, potrà qualificarsi per l'esenzione nella misura del 95 per cento, di cui all'articolo 87 del Testo Unico delle imposte sui redditi, approvato con D.P.R. 22 dicembre 1986 n. 917 e successive modifiche se, fermi restando gli altri requisiti soggettivi previsti dal citato articolo, verrà classificata nella categoria delle immobilizzazioni finanziarie nel bilancio al 31 dicembre 2015 di Innovatec e trascorso un periodo di ininterrotto possesso di almeno 12 mesi.

c. *Riflessi tributari in materia di transazioni finanziarie*

L'art. 15 del DM 21.2.2013, precisa, che sono esclusi dall'applicazione della "Tobin Tax" i trasferimenti di proprietà degli strumenti finanziari di cui al comma 491 della L. 24.12.2012 n. 228, derivanti da operazioni di ristrutturazione di cui all'art. 4 della direttiva 2008/7/CE del Consiglio del 12 febbraio 2008.

Secondo quanto chiarito dal Consiglio Nazionale del Notariato il 19 aprile 2013, in merito alla tassazione delle rendite finanziarie in operazioni di conferimento di partecipazioni, con riferimento alla conferente nel caso

in cui riceva azioni di nuova emissione, è esclusa l'applicazione della Tobin Tax; diversamente in capo alla conferitaria l'imposta troverà applicazione solo nel caso in cui non sia raggiunta la maggioranza dei diritti di voto delle azioni della società conferita.

Nel caso di specie, ai sensi della sopra richiamata disciplina, la Società Conferente non è tenuta al pagamento della Tobin Tax. Parimenti anche la Conferitaria, acquisendo la maggioranza dei diritti di voto in tutte le delibere assembleari, in precedenza limitati per vincoli statuari, realizza una causa di esclusione dall'imposta sulle transazioni finanziarie.

8. Compagine azionaria della Società a seguito dell'aumento di capitale in natura

A seguito della sottoscrizione dell'Aumento di Capitale, Kinexia verrà a detenere una partecipazione pari al 81,02% del capitale sociale *post*-Aumento di Capitale dell'Emittente.

Sulla base delle informazioni pubbliche disponibili, Kinexia risulta essere l'unico azionista di Innovatec con una partecipazione superiore al 5% del capitale sociale di Innovatec.

9. Modifiche statutarie

Successivamente alla sottoscrizione e liberazione dell'Aumento di Capitale mediante conferimento della Partecipazione Volteo, conseguirà la modifica dell'art. 5 dello statuto sociale, prospettata nei seguenti termini:

Testo Vigente	Testo Proposto
Articolo 5 – Capitale Sociale	Articolo 5 - Capitale Sociale
<p>Il capitale della società è di euro 5.027.858 (cinquemilioneventisettemilaottocentocinquantotto) suddiviso in numero 5.027.858 (cinquemilioneventisettemilaottocentocinquantotto) azioni ordinarie.</p> <p>Esso può essere aumentato anche con conferimenti in natura o crediti e potranno essere assegnate azioni in misura non proporzionale ai conferimenti, in presenza del consenso dei soci a ciò interessati.</p> <p>L'assemblea straordinaria del giorno 28 novembre 2013 ha deliberato di aumentare il capitale sociale a pagamento e in via scindibile, con esclusione del diritto di opzione ai sensi dell'articolo 2441, quinto comma, codice civile, di massimo Euro 3.500.000 (tremilionicinquecentomila) mediante emissione di totali massime n. 3.500.000 (tremilionicinquecentomila) nuove azioni ordinarie, a servizio, tra l'altro, dell'operazione di quotazione su AIM Italia e quindi da riservare agli Investitori destinatari dell'Offerta di Collocamento; con termine finale di sottoscrizione al 28 novembre 2015.</p> <p>L'assemblea straordinaria del giorno 28 novembre 2013 ha deliberato di aumentare a pagamento, in via scindibile, il capitale sociale per massimi Euro 2.333.333 (duemilionitrecentotrentatremilatrecentotrentatré)</p>	<p>Il capitale della società è di euro 5.027.858 (cinquemilioneventisettemilaottocentocinquantotto) suddiviso in numero 5.027.858 (cinquemilioneventisettemilaottocentocinquantotto) azioni ordinarie.</p> <p>Esso può essere aumentato anche con conferimenti in natura o crediti e potranno essere assegnate azioni in misura non proporzionale ai conferimenti, in presenza del consenso dei soci a ciò interessati.</p> <p>L'assemblea straordinaria del giorno 28 novembre 2013 ha deliberato di aumentare il capitale sociale a pagamento e in via scindibile, con esclusione del diritto di opzione ai sensi dell'articolo 2441, quinto comma, codice civile, di massimo Euro 3.500.000 (tremilionicinquecentomila) mediante emissione di totali massime n. 3.500.000 (tremilionicinquecentomila) nuove azioni ordinarie, a servizio, tra l'altro, dell'operazione di quotazione su AIM Italia e quindi da riservare agli Investitori destinatari dell'Offerta di Collocamento; con termine finale di sottoscrizione al 28 novembre 2015.</p> <p>L'assemblea straordinaria del giorno 28 novembre 2013 ha deliberato di aumentare a pagamento, in via scindibile, il capitale sociale per massimi Euro 2.333.333</p>

con l'emissione di massime numero 2.333.333 (duemilionitrecentotrentatremilatrecentotrentatré) azioni ordinarie, godimento regolare, da riservare esclusivamente all'esercizio dei massimi numero 7.000.000 (settemilioni) warrants - come previsto nel regolamento dei warrants, da eseguirsi entro il 15 gennaio 2017 o comunque entro il termine ultimo di esercizio dei warrants.

In data 28 agosto 2015 l'assemblea straordinaria ha deliberato di attribuire al Consiglio di Amministrazione, ex art. 2443 codice civile, la delega, entro la scadenza del quinto anno successivo alla presente delibera, di aumentare il capitale sociale (l'"Aumento di Capitale") a pagamento, in una o più volte ed in via scindibile, con diritto di opzione ai sensi dell'art. 2441, comma 1 o anche con esclusione del diritto di opzione ai sensi dell'art. 2441, commi 4 e 5, cod. civ. con o senza warrant, sino ad un importo massimo, comprensivo di sovrapprezzo, di Euro 15.000.000 quindicimilioni. I criteri cui gli amministratori dovranno attenersi nell'esercizio della delega per l'Aumento del Capitale, in caso di esclusione in tutto o in parte del diritto di opzione, sono determinati, con riguardo alla tipologia di beni da apportare, a beni, mobili o immobili, e aziende conferenti con l'oggetto sociale della Società e delle società da questa partecipate o comunque connesse al settore delle energie da fonte sia rinnovabile che non, ivi inclusi progetti di teleriscaldamento o al settore ambiente, nonché a beni e complessi aziendali atti ad offrire servizi informatici a supporto delle attività precedentemente individuate e, con riferimento ai criteri per l'individuazione dei soggetti cui riservare l'offerta delle azioni, a fornitori, consulenti, eventuali partner industriali, finanziari, strategici o investitori di medio-lungo periodo (anche persone fisiche) ed investitori istituzionali. Al Consiglio di Amministrazione è attribuita ogni più ampia facoltà di individuare, di volta in volta, i destinatari dell'aumento nell'ambito delle categorie sopra indicate e di stabilire, nel rispetto delle procedure richieste dalle disposizioni normative e regolamentari di volta in volta applicabili, nonché dei limiti sopra indicati, il prezzo di emissione (comprensivo dell'eventuale sovrapprezzo) delle azioni (e degli eventuali warrant). In generale, il Consiglio di Amministrazione ha ogni più ampia facoltà di definire termini, modalità e condizioni dell'Aumento di Capitale e redigere il regolamento dei warrant (ove si potrà prevedere che i warrant potranno essere abbinati alle azioni, gratuitamente o meno, potranno essere di tipologie diverse e daranno diritto a sottoscrivere azioni della Società, anche a prezzi di esercizio diversi per differenti

(duemilionitrecentotrentatremilatrecentotrentatré) con l'emissione di massime numero 2.333.333 (duemilionitrecentotrentatremilatrecentotrentatré) azioni ordinarie, godimento regolare, da riservare esclusivamente all'esercizio dei massimi numero 7.000.000 (settemilioni) warrants - come previsto nel regolamento dei warrants, da eseguirsi entro il 15 gennaio 2017 o comunque entro il termine ultimo di esercizio dei warrants.

In data 28 agosto 2015 l'assemblea straordinaria ha deliberato di attribuire al Consiglio di Amministrazione, ex art. 2443 codice civile, la delega, entro la scadenza del quinto anno successivo alla presente delibera, di aumentare il capitale sociale (l'"Aumento di Capitale") a pagamento, in una o più volte ed in via scindibile, con diritto di opzione ai sensi dell'art. 2441, comma 1 o anche con esclusione del diritto di opzione ai sensi dell'art. 2441, commi 4 e 5, cod. civ. con o senza warrant, sino ad un importo massimo, comprensivo di sovrapprezzo, di Euro 15.000.000 quindicimilioni. I criteri cui gli amministratori dovranno attenersi nell'esercizio della delega per l'Aumento del Capitale, in caso di esclusione in tutto o in parte del diritto di opzione, sono determinati, con riguardo alla tipologia di beni da apportare, a beni, mobili o immobili, e aziende conferenti con l'oggetto sociale della Società e delle società da questa partecipate o comunque connesse al settore delle energie da fonte sia rinnovabile che non, ivi inclusi progetti di teleriscaldamento o al settore ambiente, nonché a beni e complessi aziendali atti ad offrire servizi informatici a supporto delle attività precedentemente individuate e, con riferimento ai criteri per l'individuazione dei soggetti cui riservare l'offerta delle azioni, a fornitori, consulenti, eventuali partner industriali, finanziari, strategici o investitori di medio-lungo periodo (anche persone fisiche) ed investitori istituzionali. Al Consiglio di Amministrazione è attribuita ogni più ampia facoltà di individuare, di volta in volta, i destinatari dell'aumento nell'ambito delle categorie sopra indicate e di stabilire, nel rispetto delle procedure richieste dalle disposizioni normative e regolamentari di volta in volta applicabili, nonché dei limiti sopra indicati, il prezzo di emissione (comprensivo dell'eventuale sovrapprezzo) delle azioni (e degli eventuali warrant). In generale, il Consiglio di Amministrazione ha ogni più ampia facoltà di definire termini, modalità e condizioni dell'Aumento di Capitale e redigere il regolamento dei warrant (ove si potrà prevedere che i warrant potranno essere abbinati alle azioni, gratuitamente o meno, potranno essere di tipologie diverse e daranno diritto a sottoscrivere azioni della Società,

scadenze – comunque entro la scadenza del quinto anno successivo alla presente delibera – e/o con sconto rispetto al prezzo di mercato), inclusa la facoltà di decidere se procedere alla richiesta di ammissione alle negoziazioni degli strumenti finanziari di nuova emissione sull'AIM Italia e ogni altra decisione connessa all'Aumento di Capitale.

anche a prezzi di esercizio diversi per differenti scadenze – comunque entro la scadenza del quinto anno successivo alla presente delibera – e/o con sconto rispetto al prezzo di mercato), inclusa la facoltà di decidere se procedere alla richiesta di ammissione alle negoziazioni degli strumenti finanziari di nuova emissione sull'AIM Italia e ogni altra decisione connessa all'Aumento di Capitale.

Il Consiglio di Amministrazione in data 24 settembre 2015, a valere sulla delega ricevuta ai sensi dell'articolo 2443 del Codice Civile dall'assemblea straordinaria del 28 agosto 2015, ha deliberato di aumentare il capitale sociale a pagamento, con esclusione del diritto di opzione ai sensi dell'articolo 2441, comma 4, del Codice Civile, per nominali Euro 9.999.997,80 mediante emissione di n. 3.846.153 nuove azioni ordinarie, prive di valore nominale ed aventi le stesse caratteristiche di quelle in circolazione, godimento regolare, ad un prezzo unitario di emissione pari ad Euro 2,60 senza sovrapprezzo, per un controvalore complessivo totale pari ad Euro 9.999.997,80 da liberarsi mediante conferimento in natura di n. 10.000.000 (diecimilioni) azioni ordinarie prive dell'indicazione espressa del valore nominale, pari al 100% dell'intero capitale sociale di Volteo Energie S.p.A., con il capitale di Euro 10.000.000 i.v., con sede legale in Milano, via privata Giovanni Bensi n. 12/3, codice fiscale e numero di iscrizione del Registro delle Imprese di Milano 06375370969, R.E. A. MI-1888516, approvando, ai sensi e per gli effetti di cui all'articolo 2343-quater, comma 3, del Codice Civile, una dichiarazione di conferma relativa ai punti di cui alle lettere a), b), c) ed e) del medesimo suddetto articolo e dando mandato al Presidente del Consiglio di Amministrazione ed agli altri Consiglieri, in via disgiunta tra loro, affinché compiano tutti gli atti e le formalità necessarie per dare attuazione ed esecuzione a quanto sopra deliberato entro il 30 dicembre 2015 nell'osservanza dell'articolo 2443, comma 4, del Codice Civile e delle altre norme di legge e regolamento applicabili.



10. Adempimenti e tempistica

La presente relazione è stata trasmessa al collegio sindacale per la predisposizione, ai sensi di legge, del parere sulla congruità del prezzo di emissione.

La valutazione, redatta dal dott. Claudio Pastori ai sensi dell'articolo 2343-ter, comma secondo, lettera b), del Codice Civile, è stata asseverata in data 23 settembre 2015 (atto a rogito del dott. Lorenzo Turconi, Notaio in Milano, rep. n. 18.157), ed è depositata presso la sede della Società e Borsa Italiana S.p.A. nei termini di legge.

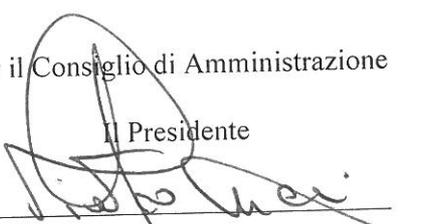
Si prevede di procedere, in data 24 settembre 2015, alla sottoscrizione dell'atto di conferimento della Partecipazione Volteo, subordinando l'efficacia della sottoscrizione dell'Aumento di Capitale e di detto atto di

conferimento alla mancata richiesta, da parte dei soci che rappresentino (e rappresentavano alla data della delibera di Aumento di Capitale), almeno il 5% del capitale sociale, di procedere alla valutazione secondo il regime ordinario di cui all'articolo 2343 del Codice Civile, entro il termine di 30 giorni dall'esecuzione del conferimento ovvero, se successiva, dall'iscrizione nel Registro delle Imprese della delibera consiliare di aumento del capitale sociale.

Milano, 24 settembre 2015

Per il Consiglio di Amministrazione

Il Presidente


Pietro Colucci

