

**Opinione
sul
Parere Valutativo
del Prof. Mario Cattaneo e del Prof. Giovanni Petrella
del 20 febbraio 2018**

Prof. Andrea Amaduzzi
Ordinario di Economia Aziendale
Università degli Studi di Milano Bicocca

Indice

1.	Premessa	3
2.	Natura e limiti dell'Incarico.....	4
3.	La natura, l'oggetto e la finalità del Parere Valutativo.....	5
4.	La data di riferimento della stima e le scelte metodologiche assunte	11
5.	I dati previsionali utilizzati	13
7.	L'applicazione del DCF: il tasso di attualizzazione	16
8.	L'applicazione del DCF: le modalità di stima dell'Enterprise Value.....	18
9.	I risultati ottenuti nel parere.....	19
10.	La ripartizione del valore economico tra le diverse entità.....	21
11.	Conclusioni.....	24
12.	Allegati.....	25

1. Premessa

La presente relazione è stata redatta sulla base dell'incarico conferito al sottoscritto Prof. Andrea Amaduzzi, Professore Ordinario di Economia aziendale presso l'Università degli Studi di Milano Bicocca, dai Commissari Giudiziali delle Società Biochemtex S.p.A., Beta Renewables S.p.A., Italia Bio Products S.r.l. e IBP Energia S.r.l. (di seguito i "Commissari Giudiziali"), in data 18 luglio 2018.

In particolare, con decreto in medesima data, il Tribunale di Alessandria, Sezione Fallimentare, ha autorizzato l'affidamento al sottoscritto dell'incarico richiesto dai Commissari Giudiziali con istanza presentata in data 17 luglio 2018.

Nella suddetta istanza si legge: *"Come è noto i piani concordatari di Biochemtex, IBP, IBP Energia e Beta Renewables sono fondati:*

- 1. su un'offerta irrevocabile formulata da Versalis per rilevare il cd. "Perimetro Bio" del gruppo Mossi & Ghisolfi composto dai rami d'azienda riferibili alle dette quattro società;*
- 2. sulla previsione che il corrispettivo fisso ottenuto dalla vendita unitaria dei quattro rami di azienda venga ripartito sulle anzidette quattro società sulla scorta di percentuali predeterminate, sulla base di una valutazione dei prof. Mario Cattaneo e Giovanni Petrella.*

Ebbene, è di tutta evidenza che tale ripartizione percentuale è stata effettuata, come rilevato dal Tribunale "... sulla base di stime di non immediata comprensione e verifica..." circostanza questa che potrebbe far ipotizzare il rischio che l'allocazione delle risorse finanziarie ottenute dalla vendita all'una piuttosto che all'altra società possa non essere corretta, privilegiando (o pregiudicando) i diritti dei rispettivi creditori.

Per tale motivo gli scriventi ritengono opportuno che la procedura faccia verificare le stime da un professionista di pari dignità accademica al quale chiedere un'attestazione di congruità delle valutazioni dei prof. Cattaneo e Petrella e quindi, di conseguenza, della correttezza della ripartizione del prezzo sulle quattro società".

Oggetto della presente relazione è quindi un autonomo parere sulla "congruità", per quanto riguarda le principali scelte metodologiche assunte e quindi i risultati ottenuti, del Parere Valutativo redatto dal Prof. Mario Cattaneo e dal Prof. Giovanni Petrella, in data 20 febbraio 2018 (il "Parere Valutativo" o semplicemente il "Parere").

Per lo svolgimento dell'incarico il sottoscritto ha ricevuto dai Commissari Giudiziali la seguente documentazione:

- a) Parere Valutativo del Prof. Mario Cattaneo e del Prof. Giovanni Petrella del 20 febbraio 2018 (file: "72 - Perizia BIO_30580323.pdf"), qui allegato sub I);
- b) N. 10 allegati al Parere (file: "6.7.7 52 - Allegati Perizia BIO_30580345.PDF"), qui allegati sub II), così identificabili:
 1. Bilancio d'esercizio al 31 dicembre 2016 di Biochemtex S.p.A.;
 2. Bilancio d'esercizio al 31 dicembre 2016 di Beta Renewables S.p.A.;
 3. Bilancio d'esercizio al 31 dicembre 2016 di Italia Bio Products S.r.l.;
 4. Bilancio d'esercizio al 31 dicembre 2016 di IBP Energia S.r.l.;
 5. Bilancio d'esercizio al 31 dicembre 2016 di C5 5 -6 Italy S.r.l.;

6. Mossi & Ghidolfi Group – Mediobanca, “*Mossi Ghisolfi Group – Focus sul Perimetro Bio*”, predisposto nell’ottobre 2017;
7. Mediobanca, documento recante *business plan* per il periodo 2018-2022 riguardante il Perimetro Bio (documento intitolato “*Business Plan overview*”), predisposto nell’ottobre 2017;
8. Mediobanca, documento recante *business plan* per il periodo 2018-2022 riguardante il Perimetro Bio (documento intitolato “*Business Plan Scenari Alternativi*”), predisposto nel febbraio 2017;
9. Mediobanca, documento recante *business plan* per il periodo 2018-2022 riguardante le singole entità appartenenti al Perimetro bio e realizzato assumendo che tali entità operino secondo una prospettiva atomistica (stand-alone) e non coordinata (documento intitolato “*Business Plan Scenario di separazione societaria*”), predisposto nel febbraio 2018;
10. Perizia tecnica redatta dall’Ingegnere Giacobbe Braccio, dal Dott. Vito Pignatelli e dalla Dott.ssa Isabella De Bari (di seguito “Perizia ENEA”).

Il sottoscritto ha acquisito ed analizzato i suddetti documenti conformemente alla natura e alla portata dell’incarico affidato e non ha quindi svolto autonome verifiche e riscontri in merito alla loro attendibilità, completezza e veridicità.

2. Natura e limiti dell’Incarico

Preliminarmente si ritiene opportuno adeguatamente delineare la natura dei contenuti dell’Incarico conferito e i limiti dello stesso.

Come precedentemente accennato, la presente relazione riporta un’opinione indipendente sui contenuti e sui risultati ottenuti nel Parere Valutativo del 20 febbraio 2018.

Essa quindi non costituisce un’autonoma valutazione ma riporta i risultati di una verifica indipendente dei contenuti del Parere, al fine di riscontrare, come specificato nell’incarico conferito, la loro “congruità” rispetto alle finalità del Parere e subordinatamente alla documentazione disponibile.

L’Incarico comporta quindi un’autonoma verifica dell’appropriatezza delle scelte metodologiche assunte, delle modalità applicative seguite e delle conclusioni raggiunte nel Parere, alla luce della migliore dottrina e prassi in materia.

La suddetta verifica, data la natura dell’Incarico conferito, è d’altra parte limitata ai contenuti e alle informazioni disponibili nella documentazione messa a disposizione del sottoscritto.

Nello svolgimento dell’incarico il sottoscritto ha preliminarmente analizzato i contenuti del Parere Valutativo e della documentazione allo stesso allegata.

Successivamente, per il migliore svolgimento dell’Incarico, il sottoscritto ha provveduto a incontrare i redattori del Parere Valutativo al fine di assicurarsi di aver correttamente inteso i termini del Parere, la natura e l’articolazione dei dati utilizzati e dei calcoli svolti e quindi meglio apprezzare la ragionevolezza ed attendibilità dei risultati ottenuti ⁽¹⁾.

¹⁾ In particolare il sottoscritto ha incontrato il Prof. Cattaneo e il Prof. Petrella in data 12 settembre 2018, presso lo Studio Cattaneo, in Milano.

Il sottoscritto non ha acquisito da parte dei redattori del Parere specifiche carte di lavoro o documenti integrativi ma ha esclusivamente ottenuto chiarimenti sulle principali scelte metodologiche assunte, sui criteri applicati e sulle modalità di calcolo seguite.

Il sottoscritto ha quindi richiesto ai Commissari Giudiziali ed acquisito la documentazione informatica a supporto dei documenti di cui agli allegati da n. 7) a n. 9) del Parere al fine di poter svolgere le proprie autonome verifiche sui contenuti e sui risultati raggiunti nel Parere Valutativo. Il sottoscritto ha quindi ricevuto e utilizzato i files "excel" di seguito identificati:

- File "excel" relativo a una rielaborazione del *Business Plan* dell'ottobre 2018: "2.23.1 2017 10 22_Pjt Sugar_Business Plan revised.xlsx";
- Files relativi al *Business Plan* del febbraio 2018 nella versione "integrata": "Pjt Sugar_Business Plan_scenario1.xlsx", "Pjt Sugar_Business Plan_scenario2.xlsx", "Pjt Sugar_Business Plan_scenario3.xlsx";
- Files relativi al *Business Plan* del febbraio 2018 nella versione "stand alone": "Pjt Sugar_Business Plan_scenario1_entity separate.xlsx", "Pjt Sugar_Business Plan_scenario2_entity separate.xlsx", "Pjt Sugar_Business Plan_scenario3_entity separate.xlsx", "2018 02 16 IBP e IBPE.xlsx".

Anche la suddetta documentazione è stata acquisita sull'assunto della sua veridicità, correttezza e corrispondenza al vero senza svolgere autonome verifiche e riscontri, nei limiti dell'incarico affidato.

Il sottoscritto, quindi, ha provveduto a riscontrare:

1. La natura, l'oggetto e la finalità del Parere Valutativo;
2. La ragionevolezza dei criteri di scelta delle metodologie utilizzate nel Parere Valutativo, anche alla luce delle finalità dello stesso;
3. L'appropriatezza dell'applicazione delle metodologie selezionate all'oggetto del Parere Valutativo, per quanto riguarda i criteri valutativi utilizzati e le modalità di calcolo seguite;
4. La ragionevolezza dei risultati ottenuti.

Di seguito, seguendo i contenuti del Parere, vengono riportati i principali risultati raggiunti sulla base dell'analisi svolta.

3. La natura, l'oggetto e la finalità del Parere Valutativo

Nel Parere Valutativo vengono identificati in modo chiaro la sua natura, il suo oggetto e la sua finalità.

In particolare, alla luce dell'incarico conferito da M&G Finanziaria ai redattori del Parere Valutativo, esso fornisce risposta a tre principali quesiti, così identificati nello stesso (2):

2) Cfr. Parere Valutativo, pag. 3: "*Chiar.mi Professori, facciamo seguito ai colloqui ed agli incontri avuti nei quali Vi abbiamo rappresentato la situazione della nostra società e di quella delle nostre controllate italiane le quali in data 16 ottobre 2017 hanno presentato avanti il Tribunale di Alessandria ricorsi ai sensi dell'art. 161, sesto comma, L. Fall. che sono stati accolti con provvedimenti del 24 ottobre 2018 e con la nomina quali Commissari dei dottori Piero Canevelli, Claudio Ferrari e Silvano Cremonesi.*"

- “verificare la sussistenza di un legame di unitarietà economico-tecnico tra le entità che costituiscono il Perimetro Bio, nell’ottica della continuità aziendale dello stesso;
- stimare il valore economico dell’intero Perimetro Bio, anche alla luce del piano industriale redatto dal management del debitore affiancato da Mediobanca in qualità di advisor finanziario ai fini del processo di sollecitazione delle offerte di acquisto, ovvero utilizzando ulteriori elementi valutativi ritenuti più opportuni;
- indicare, tenuto conto del valore economico del Perimetro Bio, delle sinergie, nonché degli elementi informativi derivanti dalla eventuali offerte pervenute, quale possa essere la ripartizione di tale valore sulle singole entità titolari dei beni che costituiscono il Perimetro Bio” (cfr. Parere, pag. 4).

I redattori del Parere innanzitutto (a pag. 4, nota 1) specificano che la propria relazione ha natura di “parere valutativo”, nel senso fornito nell’ambito dei principi di valutazione a suo tempo emanati dall’Organismo Italiano di Valutazione (OIV).

Al riguardo si ricorda che l’OIV specifica che, tra le diverse tipologie di lavoro di un esperto ⁽³⁾, il “parere valutativo” può essere definito nei termini seguenti (cfr. § I.4.4): “Un parere valutativo (*expert opinion, valuation opinion, expert report*) comporta lo svolgimento controllato, con la diligenza richiesta

Nell’ambito ed in funzione del piano che dovrà essere presentato al Tribunale di Alessandria ai sensi dell’art. 161, commi 1 e 2 L. Fall. Entro il 21 febbraio 2018 e che prevederà l’alienazione a terzi dei beni (nelle forme e nei modi che verranno prospettati dagli offerenti) afferenti allo svolgimento dell’attività nel settore del bietanolo di c.d. “seconda generazione”, la nostra società e le società controllate di seguito indicate, hanno deciso di conferirVi l’incarico professionale congiunto quali periti valutatori di detti beni. Tali società sono:

- a) Biochemtex S.r.l., con sede in Tortona (AL), Strada Ribocca 11;
 - b) Italian Bio Products S.r.l., con sede in Tortona (AL), Strada Ribocca 11;
 - c) IBP Energia S.r.l., con sede in Tortona (AL), Strada Ribocca 11;
 - d) Beta Renewables S.p.A., con sede in Tortona (AL), Strada Ribocca 11;
- (le “Società Bio” o il “Perimetro Bio”).

In particolare, sulla base della documentazione che vi verrà fornita da tali Società, nonché da Mediobanca quale advisor finanziario delle Società Bio, e da quello che riterrete opportuno o necessario chiedere alle stesse Società Bio o che potrete rinvenire presso enti o istituzioni specializzate, Vi chiediamo di:

- verificare la sussistenza di un legame di unitarietà economico-tecnico tra le entità che costituiscono il Perimetro Bio, nell’ottica della continuità aziendale dello stesso;
- stimare il valore economico dell’intero Perimetro Bio, anche alla luce del piano industriale redatto dal management del debitore affiancato da Mediobanca in qualità di advisor finanziario ai fini del processo di sollecitazione delle offerte di acquisto, ovvero utilizzando ulteriori elementi valutativi ritenuti più opportuni;
- indicare, tenuto conto del valore economico del Perimetro Bio, delle sinergie, nonché degli elementi informativi derivanti dalla eventuali offerte pervenute, quale possa essere la ripartizione di tale valore sulle singole entità titolari dei beni che costituiscono il Perimetro Bio.

[...] Come concordato, il Vostro incarico di stima dovrà svolgersi in collegamento e tenuto conto delle specifiche valutazioni tecniche dell’Ing. Giacobbe Braccio al quale abbiamo conferito idoneo incarico professionale”.

³⁾ Si veda: OIV, *Principi italiani di valutazione*, edizione EGEA, Milano 2015, affermano:

“§ 1.4.2. L’esperto deve precisare la tipologia di lavoro svolto. Al riguardo le principali tipologie di lavoro dell’esperto sono cinque:

- a) valutazione;
 - b) parere valutativo (*expert opinion, valuation opinion, expert report*);
 - c) parere di congruità;
 - d) calcolo valutativo (*calculation engagemnet*);
 - e) revisione del lavoro di un altro esperto (*valuation review*).
- Tutte le tipologie di lavoro dell’esperto assumono la forma di rapporto scritto”.

dal mandante o dalla natura del compito, di una parte soltanto del processo finalizzato alla valutazione, alla quale l'esperto limita la propria responsabilità professionale.” (4)

Ciò premesso, il Parere Valutativo qui in esame identifica, quindi, al § 1.2 (pag. 4-5) la documentazione acquisita da M&G Finanziaria e/o dall'*advisor* finanziario Mediobanca, già precedentemente richiamata e allegata al Parere, nonché al § 1.3 i Limiti dell'incarico, ai quali si rimanda per ogni approfondimento e/o chiarimento.

In merito alla documentazione acquisita i redattori del Parere specificano quanto segue: *“I materiali precedenti sono stati analizzati e discussi dagli scriventi con il top management delle società del Perimetro Bio e l'advisor finanziario Mediobanca nell'ambito di diversi incontri. In particolare, i business plan sono stati oggetto di approfondito esame con l'obiettivo di analizzarne la concreta sostenibilità e il grado di prudenzialità, anche con l'ausilio dei contenuti della Perizia ENEA nonché degli estensori della medesima”* (cfr. pag. 6 del Parere).

Il Parere (al §2) identifica quindi l'oggetto della stima costituito dalle aziende che concorrono alla formazione del cd. “Perimetro Bio” del Gruppo Mossi & Ghisolfi (“Gruppo M&G”) la cui proprietà è riconducibile, tramite la controllata M&G Finanziaria S.p.A. (“M&G Fin”), a Mossi & Ghisolfi S.p.A. (“M&G S.p.A.”).

Il Gruppo M&G opera nella produzione di polietilene tereftalato (PET), nel campo dell'ingegneria chimica e nella realizzazione di prodotti chimici rinnovabili.

4) In merito ai contenuti della definizione riportata, l'OIV specifica quanto segue: *“Commento - L'incarico di redigere un parere valutativo deve risultare espressamente dal mandato professionale o essere desumibile dalla relazione. Eventuali prescrizioni del mandante in ordine all'applicazione di una particolare metodologia di valutazione e/o all'utilizzazione di particolari input nel processo valutativo devono essere evidenziate ed illustrate nel parere di valutazione. Le situazioni tipiche che possono presentarsi sono le seguenti:*

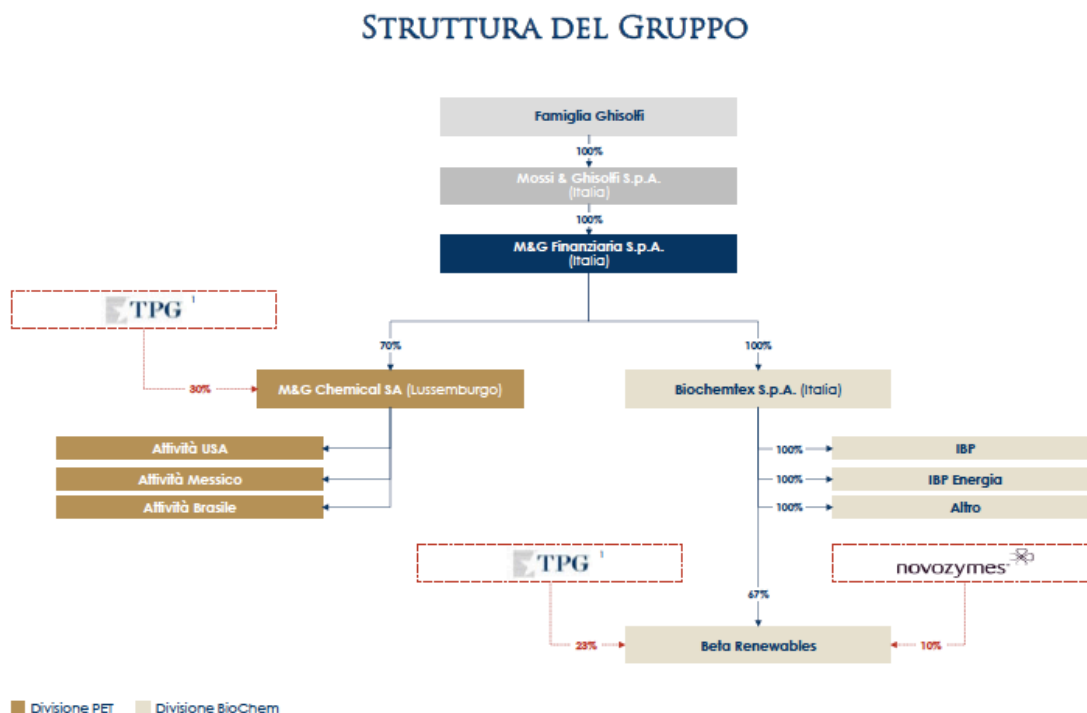
1) all'esperto è chiesto solo un contributo tecnico specifico (che può esser strumentale ad una valutazione completa) come ad esempio l'individuazione di un tasso o di altro parametro di mercato;

2) all'esperto è richiesta una costruzione valutativa, per la quale tuttavia il mandante fornisce gli elementi di base in suo possesso, che non ritiene di dover sottoporre ad altra verifica. La ragione può essere che il mandante ha motivi di fiducia nei confronti di quegli elementi;

3) all'esperto è richiesto un aggiornamento di soli alcuni parametri di una precedente valutazione (compiuta dallo stesso esperto o da altri);

4) l'esperto svolge un processo valutativo pressoché completo, sul piano formale, ma con limitazioni nella base informativa o nell'analisi (come avviene negli studi degli equity analyst) oppure nei requisiti generali di obbiettività e di dimostrabilità (come può accadere nella valutazione di parte, a scopo negoziale o difensivo, non composte con equo apprezzamento). In tutte le situazioni descritte, l'elaborato dell'esperto ha natura di parere valutativo, i cui risultati sono condizionati alla bontà degli input valutativi utilizzati e/o alle limitazioni o restrizioni del mandato. Per questa ragione i pareri valutativi non possono essere definiti valutazioni ed in genere hanno ambiti applicativi ben circoscritti. Rientrano nei pareri valutativi anche i rapporti predisposti dagli analisti finanziari (equity research, credit reports, ecc.) nell'ambito dell'attività tipicamente dagli stessi svolta, le cui modalità di conduzione e diffusione sono disciplinate dalle Autorità di Vigilanza sui mercati.”. cfr. OIV, Principi italiani di valutazione, edizione EGEA, Milano 2015 pagg. 14-15.

Figura a): Struttura del Gruppo M&G



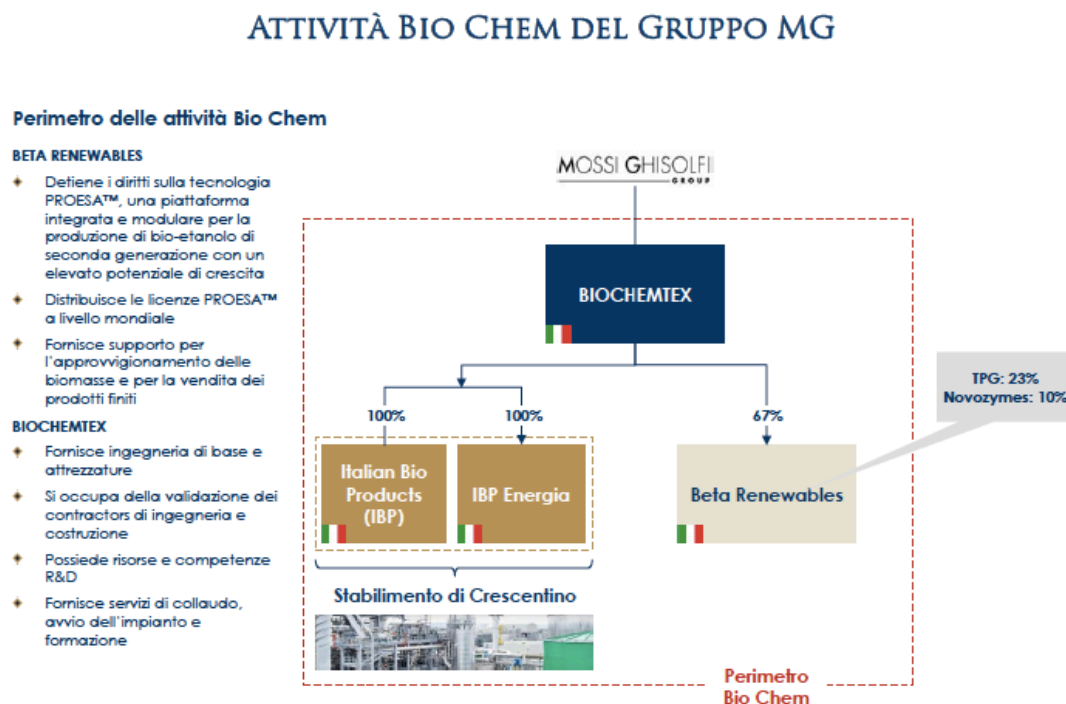
Fonte: All. 6 del Parere Valutativo, pag. 4

Con riferimento al Perimetro Bio, l'attività prevede la produzione e la vendita di impianti per la produzione di biocarburanti e/o alimentati da prodotti chimici derivati da biomassa non alimentare, oltre che la vendita diretta dei medesimi prodotti.

Il Perimetro Bio è riferibile alle seguenti società:

- Biochemtex S.p.A. ("BCT"), società attiva nello sviluppo e nella vendita di impianti per lo sfruttamento delle biomasse nella produzione di biocarburante;
- Beta Renewables S.p.A. ("BRN"), attiva nella concessione di licenze collegate agli impianti venduti dalla propria controllante BCT. Essa quindi "gestisce il portafoglio brevetti e tecnologie afferenti al processo utilizzato nello stabilimento di Crescentino" (vd. all. 10 al Parere);
- Italian Bio Products S.r.l. ("IBP"), società specializzata nella produzione di biocarburanti di seconda generazione e di energia attraverso l'utilizzo degli stessi biocarburanti;
- IBP Energia S.r.l. ("IBPE"), società che detiene un impianto a Crescentino (Vercelli), su un'area di oltre 13.000 metri quadrati per la produzione di circa 25.000 tonnellate di bioetanolo l'anno e per la trasformazione di biomassa non alimentare in energia fino a un massimo di 13,5 MW.

Figura b): Definizione del Perimetro Bio del Gruppo M&G



Fonte: All. 6 del Parere Valutativo, pag. 6

Per quanto riguarda l'analisi dei settori di riferimento delle attività svolte nell'ambito del Perimetro Bio il Parere rimanda alla Perizia ENEA (all. 10 al Parere), cui fa rinvio integrale, condividendone complessivamente le valutazioni svolte e le conclusioni raggiunte (§ 3, pag. 9 del Parere).

Oggetto del Parere Valutativo è quindi il valore attribuibile al “Perimetro Bio” inteso come ramo d'azienda unitario, alla cui formazione concorrono i quattro distinti rami d'azienda afferenti le singole entità legalmente precedentemente identificate (ie “BCT”, “BRN”, “IBP” e “IBPE”).

Un aspetto preliminare, che ha costituito il primo quesito oggetto del Parere Valutativo, riguarda proprio l'unitarietà economico-tecnica tra le “entità” che costituiscono il Perimetro Bio.

Infatti, come precedentemente chiarito, i redattori del Parere hanno preliminarmente verificato, come specificato nell'incarico conferito, “*la sussistenza di un legame di unitarietà economico-tecnica tra le entità che costituiscono il Perimetro Bio, nell'ottica della continuità aziendale dello stesso*”.

Il Parere indaga i profili di “unitarietà economico-tecnica” delle entità che concorrono alla formazione del Perimetro Bio sotto un duplice aspetto:

- 1) analizzando l'operatività aziendale, e quindi ponendosi il quesito se le singole entità siano in grado di operare distintamente pur raggiungendo gli stessi risultati economici, e concludendo che “*Il “forte legame di unitarietà tecnico – economica” è adeguatamente specificato a*

p. 18 della Perizia ENEA e condiviso dagli estensori del Parere Valutativo” (cfr. pag. 10 del Parere) ⁵⁾.

- 2) Facendo riferimento ai bilanci per l'esercizio 2016, evidenziando un “certo grado di connessione finanziaria derivante dall'esistenza di crediti e debiti in essere tra le diverse entità del Perimetro Bio” (cfr. pag. 10 del Parere).

Sul punto il sottoscritto ha preso atto dell'analisi svolta e delle conclusioni raggiunte nel Parere Valutativo senza svolgere autonome verifiche e riscontri, coerentemente al mandato ricevuto.

Tuttavia si ritiene opportuno evidenziare come la sopra richiamata “unitarietà economica-tecnica” tra le diverse entità fa sì che qualsiasi scomposizione del complesso aziendale, e attribuzione dell'unitario risultato generato dal Perimetro Bio alle singole entità, presenti ineludibili profili di soggettività e di convenzionalità.

Infatti, qualsiasi proposta di ripartizione presuppone l'assunzione, e l'implicita condivisione, di una serie di ipotesi sul se e sul come l'attività originariamente svolta “congiuntamente” alle altre aziende possa essere condotta autonomamente dalla singola entità secondo criteri di economicità. Tale considerazione dovrà in ogni caso, a parere del sottoscritto, essere tenuta ben presente per un'appropriata ponderazione dei risultati ottenuti dal Parere qui in esame.

* * *

Il Parere quindi fornisce la stima del valore economico dell'investimento complessivo nel Perimetro Bio (cd. “*Enterprise Value*” o EV), assumendo due distinte prospettive (pag. 15):

- 1) le quattro entità come soggetti distinti secondo una prospettiva “atomistica” (o *stand-alone*);
- 2) le quattro entità come un complesso unico, benché organizzato in diversi soggetti giuridici, secondo una prospettiva unitaria (o “integrata”).

La differenza tra l'*Enterprise Value* del Perimetro Bio della valutazione integrata e la somma dei quattro *Enterprise Value* della valutazione *stand-alone* rappresenta, se positiva, “il beneficio delle sinergie derivanti dall'unitarietà, e da cui sono totalmente condizionate” (cfr. pag. 15 del Parere).

Il Parere chiarisce inoltre come “la prospettiva atomistica (o *stand-alone*) rappresenta una mera ipotesi di lavoro, dotata di limitata valenza concreta in quanto in contrasto con i caratteri di unitarietà” del Perimetro Bio (cfr. nota 21 pag. 15).

Tale affermazione può essere letta alla luce delle considerazioni al riguardo precedentemente svolte, alle quali si rimanda.

⁵⁾ La Perizia ENEA descrive anche l'interdipendenza tra le entità, presentando lo schema di reciproco utilizzo e possesso di brevetti sviluppati all'interno del Perimetro Bio: “Beta Renewables detiene esclusivamente brevetti relativi alla tecnologia PROESA [sviluppata da Biochemtex] e non possiede brevetti relativi alla produzione di enzimi perché questi vengono forniti all'impianto di Crescentino da Novozymes. [...] Beta Renewables non possiede brevetti sulle tecnologie GREG e MOGHI, che risultato invece in possesso di Biochemtex. Beta Renewables e l'Impianto produttivo [di proprietà di Italian Bio Products] sono legati dalle licenze di proprietà. Biochemtex non possiede licenze su PROESA, ma cura gli aspetti di sviluppo di nuova ricerca e progettazione ingegneristica degli impianti” (cfr. pag. 20).

4. La data di riferimento della stima e le scelte metodologiche assunte

La data di riferimento della stima è identificata dal Parere nel 1° gennaio 2018.

Si ricorda che tale data coincide con la data ipotizzata, anche nei *business plan* 2018-2022, nelle diverse versioni disponibili dell'ottobre 2017 e febbraio 2018, di ripresa dell'attività dei diversi rami d'azienda che concorrono alla formazione del Perimetro Bio.

Per quanto riguarda la scelta dei metodi di valutazione utilizzati per la stima del valore economico delle aziende del Perimetro Bio, la scelta è ricaduta:

- 1) sull'utilizzo, quale approccio principale, di un approccio basato sull'attualizzazione dei flussi di risultato attesi (cd. *"Income Approach"*). In particolare nell'ambito di tale approccio si è fatto riferimento al metodo basato sull'attualizzazione dei flussi di cassa (FCA o *Discounted Cash Flow*, DCF);
- 2) sull'utilizzo, quale approccio di controllo, di un approccio di mercato (cd. *"Market Approach"*) applicando un metodo dei multipli di mercato, desunti da un campione di imprese quotate comparabili.

La scelta dei metodi utilizzati trova giustificazione nel Parere Valutativo sulla base delle seguenti considerazioni (cfr. pag. 15-16): *"Il metodo DCF rientra nell'ambito dei metodi analitici di valutazione, è riconosciuto e legittimato nella teoria finanziaria nonché ampiamente utilizzato nella prassi. E' inoltre nostra opinione che esso assuma un ruolo centrale per la determinazione del valore del capitale di qualsiasi società.*

L'applicazione di tale metodo al caso di specie appare maggiormente significativa alla luce della possibilità di far riferimento a dati e informazioni dettagliate sui flussi di cassa prospettici, non solo in termini di livello atteso ma anche in relazione agli elementi di rischio che caratterizzano tali flussi.

Con valenza di metodo di controllo è stato impiegato il metodo dei multipli di mercato. Tale metodo sconta strutturalmente il limite della difficoltà di identificazione di società effettivamente comparabili. Nel caso di specie il Perimetro Bio è un unicum. I profili di difformità rispetto ai comparables (..) possono legittimamente giustificare differenze di valore."

Al riguardo, alla luce della consolidata dottrina in materia ⁽⁶⁾, non si può che condividere quanto affermato nel Parere tenuto conto in particolare della finalità della stima, della documentazione a disposizione per lo svolgimento dell'incarico e della "configurazione" del valore oggetto di stima.

Da un punto operativo il metodo DCF richiede lo svolgimento delle seguenti fasi:

- 1) determinazione dei "flussi di cassa" nel periodo di previsione analitica;
- 2) determinazione del "valore finale", quale stima sintetica del valore dei flussi generati dall'impresa oltre il periodo di previsione analitica;
- 3) determinazione del tasso di attualizzazione dei flussi di cassa e del valore finale.

Per quanto riguarda la formula valutativa che è stata utilizzata nel Parere essa può venire rappresentata nel modo seguente:

⁶⁾ Si veda, per tutti: L. GUATRI, *Trattato sulla valutazione d'azienda*, Egea, Milano, 1998.

$$EV = \sum_{s=1}^n \frac{Fcfo_s}{(1+Wacc)^s} + \frac{V_f}{(1+Wacc)^n}$$

dove:

- EV = *Enterprise Value*, valore del capitale investito operativo, alla data di riferimento della stima;
- Fcfo_s = Flusso di cassa operativo netto atteso per il periodo s;
- n = Numero di anni di previsione analitica;
- Vf = Valore finale, alla fine del periodo di previsione analitica;
- Wacc = Tasso di attualizzazione, definito come “Costo medio ponderato del capitale” (“*Weighted Average Cost of Capital*”).

Nel caso in esame, per esprimere il valore complessivo delle singole entità, l'EV è stato corretto sommando eventuali disponibilità finanziarie (*Cash & Cash Equivalents*, “C&CE”), alla data di riferimento.

Da un punto di vista metodologico si ritiene sin da subito opportuno evidenziare i seguenti aspetti:

- 1) Il metodo DCF, derivando da un'analisi fondamentale, si fonda su un'analitica previsione degli andamenti economici, patrimoniali e finanziari dell'impresa in un arco di periodo di tempo futuro (cd. “periodo di previsione analitica o esplicita”).
- 2) Oltre il periodo di previsione analitica l'andamento dell'impresa viene assunto generalmente “stabilizzato” e quindi in grado di generare flussi di cassa con un andamento costante nel tempo.
- 3) I risultati ottenuti dal metodo sono quindi, in un certo senso, subordinati alla “ragionevolezza” e “attendibilità” delle previsioni disponibili.
- 4) Tali previsioni sono particolarmente “complesse” quando si fondano su ipotesi di andamento che può discostarsi, in maniera anche significativa, dagli andamenti storicamente conseguiti dall'impresa nel passato.
- 5) I profili di incertezza e di rischio dei flussi futuri attesi vengono ricompresi, nel metodo in esame, nella quantificazione del “tasso di attualizzazione”, che considera un adeguato “premio per il rischio” (cd. *risk premium*) oltre all'onere finanziario per il trascorrere del tempo (cd. tasso privo di rischio *risk free*).

Il secondo metodo selezionato, il metodo dei multipli desunti da società quotate comparabili, è stato considerato nel Parere unicamente con finalità di controllo.

In particolare si è posto a confronto il multiplo “EV/Ebitda” (*Enterprise Value/ Earning Before Taxes Depreciation & Amortization*) desumibile sulla base dei risultati delle stime predisposte con il metodo DCF (multiplo “implicito” nelle stime) e quello medio espresso da un campione di imprese quotate considerate “comparabili”.

5. I dati previsionali utilizzati

Nell'applicazione dei metodi di valutazione identificati nel Parere si è fatto riferimento ai *business plan* riguardanti il Perimetro Bio nel quinquennio 2018-2022, così come elaborati e messi a disposizione da M&G Finanziaria e dall'*advisor* finanziario Mediobanca.

Come precedentemente già richiamato:

- 1) il primo *business plan* è stato predisposto a ottobre 2017 ("*business plan* di ottobre 2017"), così come riportato nell'allegato 7) del Parere, laddove si afferma quanto segue: "*Il BP è basato sull'ipotesi che il Gruppo riprenda la propria attività il 1 gennaio 2018, e che le nuove società siano libere da qualsiasi debito precedente. Pertanto, alla data di inizio delle proprie attività, il Gruppo è privo di debiti finanziari e di capitale circolante netto*" (cfr. pag. 4, all. 7 al Parere) .
- 2) Aggiornamento del febbraio ("*business plan* di febbraio 2018"), che modifica le ipotesi in merito allo sviluppo dell'attività di BCT e BRN, tenuto conto di un approfondimento delle conoscenze sulla potenzialità del mercato, sviluppando tre distinti scenari che si differenziano per un diverso grado di prudenza circa le modalità di sviluppo dell'attività aziendale.

Il *business plan* di febbraio 2018 è stato inoltre elaborato, con riferimento al tema dell'unitarietà, secondo una prospettiva integrata e secondo una prospettiva *stand-alone*.

In particolare, nello sviluppare la seconda prospettiva, e quindi in caso di separazione di BCT e BRB dall'entità IBP (cioè dall'impianto di Crescentino) è stato ipotizzato di dover provvedere a costruire un nuovo impianto dimostrativo, seppur di scala più limitata rispetto a Crescentino, a favore dell'attività di commercializzazione svolta dalle prime due società, con un investimento quantificato in circa 40 milioni di euro. Tale ipotesi risulta supportata anche dalla Perizia ENEA, in cui si afferma, "*nell'ipotesi di una separazione del Perimetro Bio e per poter competere nello scenario internazionale validando i propri processi produttivi, Biochemtex dovrebbe dotarsi di un impianto dimostrativo di taglia pilota che richiederebbe un costo di investimento di circa 35-40 M€ (valore stimato sulla base di quello di un analogo impianto di Clariant in Germania).*" (pag. 31, all. 10 del Parere).

Tra i diversi scenari delineati nel *business plan* del febbraio 2018, la scelta assunta nel Parere Valutativo è stata quella di "...considerare lo scenario 1 – più conservativo – del *business plan* aggiornato a febbraio 2018. Tale scelta è supportata anche dalla Perizia ENEA che – a p. 41 – così specifica "Tornando al punto sul numero di licenze vendibili ed in particolare sui 3 scenari previsti dal Business Plan, in base a quanto sopra, sinteticamente si può asserire che quello probabilisticamente più realistico appare lo scenario 1 con un numero di licenze vendibili nei prossimi anni pari a 21" (cfr. pag. 18 del Parere).

Lo scenario 1 si caratterizza quindi per i seguenti dati fondamentali:

- 1) nella prospettiva integrata, n. 21 impianti venduti nel periodo di piano 2018-2022;
- 2) nella prospettiva *stand-alone*, n. 16 impianti venduti nel periodo di piano 2018-2022.

In merito alla suddetta natura ed articolazione dei dati previsionali disponibili si segnalano i seguenti aspetti:

- 1) Tutti i dati di piano, nelle diverse versioni e/o elaborazioni disponibili, presuppongono la ripresa dell'attività aziendale al 1° gennaio 2018. Tale ipotesi da un lato fa sì che la configurazione del valore economico oggetto di stima si qualifichi per profili di "potenzialità". Essa infatti ha natura ipotetica e i risultati ottenuti sono subordinati al suo realizzarsi.
- 2) D'altro lato il passare del tempo fa sì che tale ipotesi diventi sempre più remota nel tempo e che quindi i risultati previsti a piano siano sempre più difficilmente realizzabili secondo gli andamenti e le tempistiche da essi rappresentati.
- 3) Inoltre la distinzione tra prospettiva "integrata" e "*stand alone*", come precedentemente chiarito, deve essere adeguatamente qualificata: la prospettiva "*stand alone*" infatti fornisce un'indicazione, inevitabilmente convenzionale e soggettiva, su un'ipotesi del possibile andamento delle diverse entità una volta rese "autonome" dalle altre entità del Perimetro Bio. Tale prospettiva, inevitabilmente, può non essere in grado di cogliere tutti gli aspetti e profili che si concretizzerebbero nella realtà nel momento in cui essa fosse realmente percorsa.

6. I *comparables* selezionati

Nell'applicazione dell'approccio di mercato, un aspetto rilevante riguarda la definizione del campione di imprese quotate comparabili selezionate (cd. *comparables*).

La scelta dei *comparables* presenta infatti sempre la necessità di pervenire a un'equa ponderazione tra "comparabilità" e numerosità del campione disponibile.

Infatti, come noto in dottrina ⁷⁾, poiché due aziende non sono mai identiche, la comparabilità (o l'omogeneità) vanno necessariamente stabilite con una certa approssimazione. Avendo ben chiaro che più stringenti sono le regole di omogeneità imposte, meno ampio è il campione che si può ottenere; da cui la necessità, nelle specifiche applicazioni, di un accettabile equilibrio tra le opposte esigenze.

Al riguardo la scelta assunta nel Parere è stata quella di identificare n. 22 *comparables*.

Tale scelta si fonda su una preliminare identificazione dell'attività svolta nell'ambito del Perimetro Bio in due componenti: una prima specializzata nella ricerca, sviluppo e vendita di impianti per la produzione di bioetanolo, una seconda sull'utilizzo di questi impianti e la vendita del bioetanolo e dell'energia elettrica.

La particolarità e la specificità dell'articolazione dell'attività aziendale del Perimetro Bio è difficilmente riscontrabile in singole società quotate, tipicamente altamente diversificate e quindi non operanti in un singolo settore.

Il campione, quindi, nel Parere Valutativo è stato selezionato seguendo i seguenti criteri:

- "*inclusendo le società comparabili presentate nella perizia Enea, se quotate e se operanti unicamente nei medesimi settori di attività del Perimetro Bio;*
- *considerando i comparables di BCT selezionati di Bloomberg, se quotati e se facilmente riconducibili allo stesso settore d'appartenenza del Perimetro Bio;*

⁷⁾ Si veda: L. GUATRI, *opera citata*, pag. 323.

- includendo Technip, azienda attiva nell'engineering & construction per i combustibili tradizionali ma anche nella realizzazione di impianti per la produzione di biocarburanti. Congiuntamente con i suoi comparables selezionati da Bloomberg;
- considerando società quotate in mercati azionari appartenenti al continente nord americano o a quello europeo;
- escludendo società con capitalizzazione inferiore ai 10 milioni di euro, al fine di evitare contaminazioni dovute alla scarsa liquidità dei titoli selezionati" (cfr. pag. 19 del Parere).

Sulla base dei suddetti criteri nel Parere vengono indicate 22 società quotate qui riportate:

N. 13 società appartenenti esclusivamente al settore dello sviluppo e vendita di biocarburanti e prodotti correlati	N. 5 società attive sia nel settore della vendita di idrocarburi tradizionali che nello sviluppo di biocarburanti o attive nella vendita di tecnologie applicabili al settore dei biocarburanti	N. 4 appartenenti al settore dell'engineering & construction sia in ambito di estrazione di idrocarburi che di utilizzo di biocarburanti.
1) The Anderson Inc 2) Green Plains Inc 3) Enviva Partners LP 4) Verbio AG 5) Futurefuel Corp 6) Renewable Energy 7) Pacific Ethanol Inc 8) Global Bioenergies SA 9) Velocys Plc 10) Taurus Energy Ab 11) Gevo Inc 12) Crop Energies AG 13) Koninklijke DSM NE	1) Neste Oyj 2) Novozymes Shs 3) Cosan Ltd 4) Adecoagro SA 5) Clarian AG	1) Technip Plc 2) Subsea 7 SA 3) Saipem SpA 4) Aker Solutions ASA

Sulla base dei dati desunti da Bloomberg, il Parere Valutativo conclude che il “multiplo EV/Ebitda medio è pari 7,81x. Tale multiplo sarà utilizzato più avanti nell'ambito dell'identificazione di metodi di controllo della valutazione effettuata con il metodo DCF” (cfr. pag. 20 del Parere).

In merito alla selezione del suddetto campione, sulla base delle verifiche svolte, si segnalano i seguenti aspetti:

- 1) la selezione nel campione di società “comparabili”, nell'ambito del Parere Valutativo, è rilevante sia per l'applicazione del metodo di controllo identificato (Metodo dei multipli) sia per l'applicazione del metodo principale (DCF), nell'ambito della stima del “premio per il rischio”, ricompreso nella determinazione del tasso di attualizzazione dei flussi di risultato futuri.
- 2) I criteri di selezione del campione utilizzati nel Parere Valutativo appaiono sicuramente tra quelli ragionevoli.
- 3) Il campione selezionato per numerosità è coerente con le considerazioni svolte in merito al livello medio di comparabilità delle imprese selezionate.
- 4) Per quanto riguarda i dati riferiti al campione considerato, il sottoscritto ha svolto un riscontro sul medesimo campione, utilizzando i dati disponibili nella banca dati “FactSet” e ottenendo risultati coerenti, secondo criteri di ragionevolezza, dato il differente momento di estrazione degli stessi, con quelli indicati nel Parere.

7. L'applicazione del DCF: il tasso di attualizzazione

Per quanto riguarda la stima del tasso di attualizzazione il Parere inizialmente considera una stima del Costo medio ponderato del capitale (o Wacc - *Weighted Average Cost of Capital*), così definito:

$$Wacc = Ke \cdot \frac{E}{(D + E)} + Kd \cdot (1 - tc) \cdot \frac{D}{(D + E)}$$

dove:

- Ke = costo del capitale proprio;
- Kd = costo del capitale di debito;
- tc = aliquota d'imposta societaria;
- E/(D+E) = peso del capitale proprio sul totale delle fonti di finanziamento;
- D/(D+E) = peso del capitale di debito sul totale delle fonti di finanziamento.

Il costo del capitale proprio Ke è stato stimato applicando l'approccio del “*Capital Asset Pricing Model*” (“CAPM”), in relazione al quale il costo dei mezzi propri è dato da:

$$Ke = Rf + (Rm - Rf) \times \beta$$

dove:

- Rf = Tasso privo di rischio (*Risk free*);
- Rm - Rf = Extra-rendimento di lungo periodo del mercato azionario (cd. “*Equity Risk Premium*”);
- β = Coefficiente di volatilità dei rendimenti desunto sulla base di un campione di titoli quotati comparabili (*comparables*).

Il Costo medio ponderato del capitale (Wacc), così definito, nel Parere è stato corretto per tener conto di due ulteriori componenti di rischio specifico:

- a) Rischio per imprese di piccole e medie dimensioni (*small cap premium*);
- b) Rischio di illiquidità/negoziabilità (*illiquidity discount*) rispetto alla media di imprese quotate comparabili considerate.

Il tasso di attualizzazione così corretto (Wacc *adjusted*) è stato assunto ai fini di valutazione.

Per quanto riguarda la quantificazione dei singoli parametri ricompresi nelle formule utilizzate, gli aspetti specificati nel Parere, riguardanti la definizione dei parametri assunti, la loro quantificazione e le fonti utilizzate, vengono di seguito sintetizzati nella seguente tabella.

Rf	Tasso Risk Free	1,81%	Yield to Maturity medio giornaliero (periodo nov. - dic. 2017) BTP 10 anni	Bloomberg
Beta	Beta levered	1,19	Beta levered medio comparabili - periodo 2 anni, osservazioni settimanali	Bloomberg

Rm - Rf	Equity risk premium	5%	Valore al 2017 in linea media ventennale (4,51%), quindicennale (4,97%) e decennale (5,54%).	Prof Damodaran (si veda: http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/ - file: "Implied ERP (annual) from 1960 to Current" - "histimpl.xls")
Kd	Costo debito	5,28%	Costo medio interessi del campione di <i>comparables</i> e in linea con il costo per interessi passivi sostenuti nel 2016 da BCT (controllante Perimetro Bio)	Bloomberg e Bilanci BCT
E/(E+D)	Struttura finanziaria Equity	70,33%	Desunto da dati per <i>comparables</i>	Bloomberg
D/(E+D)	Struttura finanziaria Debito	29,67%	Desunto da dati per <i>comparables</i>	Bloomberg
a)	Wacc	Costo medio ponderato del capitale	6,58%	
b)	SCP	Premio per imprese di piccole dimensioni	1%	
c)	ID	Sconto per mancanza di liquidità/negoziabilità	2%	Pari a uno sconto dell'EV tra il 21%-26% A. Damodaran (2009, cap. 14)
a)+b)+c)	Wacc Adj	Tasso di attualizzazione utilizzato	9,58%	

In merito alla stima del tasso di attualizzazione assunta nel Parere Valutativo, in base alle verifiche effettuate si evidenziano i seguenti aspetti:

- 1) Le formule considerate sono coerenti con quelle proposte dalla migliore dottrina e consolidate nella prassi per la definizione del costo medio ponderato del capitale ⁽⁸⁾;
- 2) Le specifiche scelte compiute per la quantificazione dei singoli parametri ricompresi nelle formule valutarie considerate sono dettagliatamente identificate, così come le fonti utilizzate.
- 3) Da un punto di vista quantitativo, sulla base delle verifiche autonomamente effettuate, le scelte compiute appaiono sicuramente ragionevoli e appropriate. In particolare la dimensione del tasso di attualizzazione utilizzato (Wacc *Adjusted* pari a 9,58%) appare un'adeguata espressione anche del livello di rischio che grava sui flussi prospettici desumibili dai dati di piano, considerati nella stima.
- 4) Infine si segnala come la scelta compiuta nel Parere Valutativo sia stata quella di utilizzare un tasso di attualizzazione uniforme per tutte le entità ricomprese nel Perimetro Bio oggetto di valutazione. Tale aspetto risulta rilevante ai fini della presente relazione. Infatti tale scelta presuppone l'attribuzione di un livello di rischio uniforme ai flussi attribuibili

⁸⁾ Si veda per tutti: L. GUATRI, *opera citata*; R. A. BREALEY, S. C. MYERS, *Capital Investment and Valuation*, McGrawHill, New York, 2003.

alle singole entità oggetto di valutazione. Tale attribuzione comporta che la dimensione stimata dei flussi attesi dalle singole entità costituisca l'aspetto discriminante per una appropriata quantificazione del valore unitario alle suddette entità.

8. L'applicazione del DCF: le modalità di stima dell'Enterprise Value.

Il Parere afferma che: *“la valutazione dell'enterprise value è stata realizzata scontando sia i flussi di cassa previsti nelle annualità 2018-2022 dello scenario del business plan predisposto a febbraio 2018 che il terminal value per BCT, BRN e IBP”* (cfr pag. 21 del Parere).

Per IBPE, invece, la valutazione è stata realizzata tenendo conto dei canoni di locazione associati al *“contratto di affitto del ramo di azienda”* (pag. 21), stipulato con IBP nell'ottobre 2013 e avente durata di 180 mesi.

Per quanto riguarda le modalità di stima del *terminal value*, le scelte assunte sono sintetizzabili nel modo seguente:

- 1) Il *terminal value* di IBP è stato calcolato utilizzando un modello di crescita costante del flusso di cassa normalizzato dopo il periodo di previsione analitica (cd. *“Gordon Growth Model”*) ⁹⁾. Il flusso di cassa è stato normalizzato assumendo *“un valore degli investimenti pari agli ammortamenti, adottando l'ottica di una prospettiva infinita e secondo la best practice usualmente applicata”* (cfr. pag. 22 del Parere). Il tasso di crescita *“g”* è stato stimato pari a 1,40% in linea al tasso di inflazione di lungo termine. Tale tasso coincide con la stima dell'inflazione italiana per il 2022 secondo il *business plan* predisposto dall'*advisor* finanziario Mediobanca (vd. nota 33, pag. 21 del Parere).
- 2) Il *terminal value* di BCT e BRN è stato invece calcolato considerando ricavi decrescenti secondo un fattore di obsolescenza della tecnologia della durata di 10 anni. In particolare il Parere chiarisce: *“il fattore di obsolescenza riduce il valore dei ricavi annuali di una quantità predeterminata, pari al 10% dei ricavi ottenuti dalle due società nell'anno normalizzato, 2022, producendo un completo azzeramento dei ricavi nel 2032”*, ciò *“in coerenza con l'orizzonte temporale ipotizzato a p. 7 del business plan predisposto a ottobre 2017 (allegato 7)”* (cfr. pag. 22 del Parere).
- 3) La differenza dell'approccio utilizzato per BCT e BRN viene giustificato nel modo seguente: *“La differente modalità di stima del terminal value per le due società produttrici di impianti e tecnologia (BCT e BRN) deriva dal naturale processo di depauperamento delle tecnologie utilizzate e di superamento dei brevetti impiegati. Il Gordon Growth Model è stato considerato per la stima del*

⁹⁾ La formula utilizzata è quindi la seguente (*“Gordon Formula”*):

$$V_0 = \frac{CF_0(1 + g)}{(k - g)}$$

dove:

V_0 = Valore al momento 0;

CF_0 = Flusso di cassa dal momento 0 (supposto crescere ad un tasso costante);

g = tasso di crescita, costante;

k = tasso di attualizzazione.

Al riguardo si veda, per tutti: S. Z. BENNINGA, O. H. SARIG, *Corporate Finance. A valuation Approach*, McGrawHill, New York, 1997, pag. 9.

terminal value di IBP in quanto per questa società la principale variabile di generazione dei flussi è la commercializzazione di bioetanolo” (cfr. pag. 22 del Parere).

Riguardo le suddette scelte, sulla base delle verifiche condotte, si evidenziano i seguenti aspetti:

- 1) Da un punto di vista quantitativo, per sua natura, il *terminal value* concorre alla determinazione della maggior parte del valore risultante da una stima condotta in base al DCF. Esso infatti esprime il valore ad oggi di tutti i flussi residui oltre il periodo di previsione analitica (che tipicamente copre un periodo di 3-5 anni).
- 2) Da un punto di vista metodologico, dopo il periodo di previsione analitica, la scelta di assumere andamenti “convenzionali” di flussi di cassa adeguatamente “normalizzati” appare sicuramente condivisibile ed in linea con la migliore dottrina e prassi in materia.
- 3) La scelta quindi di differenziare l’orizzonte temporale in cui, oltre il periodo di previsione analitica, si assume la prosecuzione dell’attività aziendale, ha quindi inevitabilmente importanti effetti sulla determinazione del valore delle singole entità e, quindi, per aggregazione, dell’intero Perimetro Bio. In particolare il tasso di obsolescenza assunto per le società BCT e BRN appare elemento rilevante che deve essere tenuto in adeguata considerazione nella ponderazione dei risultati del Parere.
- 4) Pur non avendo il sottoscritto approfondito e riscontrato gli aspetti inerenti la fondatezza, da un punto di vista economico, delle ipotesi sottostanti l’elaborazione dei piani, che naturalmente si riflettono sulle modalità di quantificazione dei flussi di cassa oltre il periodo di previsione analitica, è possibile in ogni caso ritenere che un tasso di obsolescenza della tecnologia utilizzata e dei brevetti impiegati da BCT e BRN sia, in assenza di adeguati investimenti sostitutivi, una ipotesi ragionevolmente fondata. Tale tasso di obsolescenza, d’altro canto, sarebbe ancora più intenso in ipotesi di mancato riavvio dell’attività aziendale.

9. I risultati ottenuti nel parere

Come precedentemente richiamato il Parere considera i flussi derivanti dallo scenario 1 del *business plan* 2018, nella versione del febbraio 2018.

Lo scenario 1 è quindi sviluppato distinguendo due differenti prospettive, condivise nei *business plan* disponibili:

- 1) prospettiva integrata (di cui al piano, allegato 8 al Parere);
- 2) prospettiva *stand alone* (di cui al piano, allegato 9 al Parere).

Per quanto riguarda le entità BCT e BRN lo scenario 1 si caratterizza quindi per i seguenti dati fondamentali:

- 1) nella prospettiva integrata, n. 21 impianti venduti nel periodo di piano e *revenues* al 2022 pari a 97,2 milioni di euro;
- 2) nella prospettiva *stand alone*, n. 16 impianti venduti nel periodo di piano e *revenues* al 2022 pari a 72,6 milioni di euro.

I margini di profitto sugli impianti venduti e sulle licenze concesse sono stati mantenuti invariati nelle due prospettive assunte.

Per quanto riguarda invece le entità IBP e IBPE in base a quanto è stato possibile autonomamente riscontrare (si veda pag. 24 del Parere):

- 1) il margine operativo lordo (Ebitda) al 2022 di IBP in uno scenario integrato è assunto pari a 16,1 milioni di euro; tale margine in uno scenario *stand-alone* è previsto contrarsi a 6,3 milioni di euro;
- 2) I risultati per IBPE, essendo correlati al contratto di affitto di ramo d'azienda, stipulato nell'ottobre 2018 tra IBPE e IBP, rimangono invece invariati, nei due scenari, con un Ebitda stimato pari a 7,1 milioni di euro, in entrambe le prospettive.

L'adozione delle suddette assunzioni consente di pervenire ai seguenti risultati riportati nel Parere Valutativo (a pag. 24 del Parere):

Prospettiva separata	BCT	BRN	IBP	IBPE	Perimetro Bio
€m.					
EBITDA	7,5	11,2	6,3	7,1	32,1
Flussi di piano	(5,9)	11,1	(11,3)	18,9	12,7
Terminal Value	23,6	15,0	(5,9)	16,3	49,0
Enterprise Value	17,7	26,1	(17,2)	35,1	61,7
EV/Ebitda	2,4 x	2,3 x	-2,7 x	4,9 x	1,9 x
Cash & CE (C&CE)	9,7	0,1	13,4	-	23,3
EV + C&CE	27,4	26,2	(3,8)	35,1	85,0

Prospettiva integrata	BCT	BRN	IBP	IBPE	Perimetro Bio
€m.					
EBITDA	12,1	17,0	16,1	7,1	52,4
Flussi di piano	38,4	20,5	2,9	18,9	80,7
Terminal Value	20,6	24,3	48,2	16,3	109,4
Enterprise Value	59,0	44,7	51,2	35,1	190,1
EV/Ebitda	4,9 x	2,6 x	3,2 x	4,9 x	3,6 x
Cash & CE (C&CE)	9,7	0,1	13,4	-	23,3
EV + C&CE	68,7	44,8	64,6	35,1	213,4

Fonte: Parere Valutativo, pag. 24

Nelle tabelle vengono anche riportati il valore implicito del Multiplo EV/Ebitda, derivante dal rapporto tra la stima dell'*Enterprise Value* ottenuto dall'applicazione del DCF e l'Ebitda per l'anno 2022, desumibile dal *business plan* 2018-2022 nello scenario di riferimento, utilizzato come precedentemente ricordato nell'ambito del criterio di controllo.

I redattori del Parere in merito ai risultati del suddetto moltiplicatore nello scenario *stand-alone* concludono: “*tale valore si attesta su livelli significativamente più prudentziali rispetto alla media dei comparables (pari a 7,81x, cfr §5.4)*” (pag. 23).

Infine, per completezza, i redattori del Parere, facendo riferimento al solo valore complessivo del Perimetro Bio in una prospettiva integrata, evidenziano:

- 1) l'ampia variabilità del valore economico ottenuto “*considerando ulteriori specificazioni della valutazione in relazione a diverse assunzioni del piano, dei parametri finanziari e dei modelli di valutazione*” (§ 5.9 pag. 25 del Parere). In particolare, facendo riferimento alla prospettiva integrata evidenziano in Figura 1 del Parere le variazioni nell'*Enterprise Value* e nel multiplo EV/Ebitda al variare del prezzo del bioetanolo (in riduzione del 20% a 1.300 €/t, che comporta una riduzione del valore complessivo del Perimetro Bio a 152 milioni di euro) della struttura finanziaria (assumendo il finanziamento delle entità con solo capitale proprio, ⁽¹⁰⁾ che comporta una riduzione del valore complessivo a 172 milioni di euro) e impiegando il modello di Gordon per la stima del *terminal value* di tutte le entità e quindi ipotizzando l'assenza di obsolescenza della tecnologia utilizzata dal Perimetro Bio (con un incremento del valore a 328 milioni di euro).
- 2) La sensitività dei risultati ottenuti a livello complessivo, sempre nella prospettiva integrata, al variare dei seguenti parametri: il tasso di attualizzazione, il *decay factor* impiegato nella stima del *terminal value* di BCT e BRN, il prezzo del bioetanolo (§ 5.10 pagg. 26-27 del Parere).

Riguardo ai risultati ottenuti i sottoscritto ha provveduto autonomamente a riscontrare le modalità applicative seguite nel Parere, sulla base delle informazioni e della documentazione a propria disposizione, riconciliando i risultati evidenziati nel Parere ai dati previsionali disponibili. Al riguardo, sulla base delle evidenze acquisite, il sottoscritto non può che confermare la sostanziale correttezza delle modalità applicative seguite nel Parere e la chiarezza nell'evidenza della variabilità e della sensitività dei risultati ottenuti, al variare delle assunzioni di piano, dei parametri finanziari e dei modelli di valutazione utilizzati.

Si ritiene quindi opportuno evidenziare come l'assunzione maggiormente significativa riguarda il livello di obsolescenza ipotizzato nella stima del valore finale per le società BCT e BRN, il cui variare impatta significativamente sul valore ottenuto e sulla sua ripartizione tra le singole entità.

10. La ripartizione del valore economico tra le diverse entità

Per quanto riguarda la ripartizione del valore economico complessivo del Perimetro Bio tra le diverse entità, in risposta al terzo quesito posto, nel Parere:

- 1) preliminarmente viene stimato il valore delle sinergie derivanti da una gestione unitaria delle aziende che concorrono alla formazione del Perimetro Bio, mettendo a confronto i risultati ottenuti a livello di *Enterprise Value* in una prospettiva *stand alone* con quelli ottenibili in una prospettiva integrata;

¹⁰⁾ Nello scenario fondamentale si è assunta, come detto un'ipotesi di finanziamento in linea con la media dei *comparables*.

- 2) Quindi viene quantificata la percentuale del valore complessivo attribuibile alle singole entità, facendo riferimento ai risultati ottenuti in una prospettiva integrata.

Le sinergie ottenibili sono quindi quantificabili nel modo seguente:

Prospettiva integrata	BCT	BRN	IBP	IBPE	Perimetro Bio
€m.					
EV prospettiva <i>stand-alone</i>	17,7	26,1	(17,2)	35,1	61,7
EV prospettiva integrata	59,0	44,7	51,2	35,1	190,1
Valore delle sinergie	41,4	18,6	68,4	0,0	128,4

Fonte: *Parere Valutativo*, pag. 28

Anche per quanto riguarda le sinergie ottenibili, così identificate, il sottoscritto ha provveduto a riconciliare i dati riportati nel Parere, con quelli autonomamente riscontrabili, ottenendo risultati ragionevolmente coincidenti.

Il Parere Valutativo infine fornisce la ripartizione dei valori attribuibili alle singole entità sulla base dei risultati di *Enterprise Value* ottenuti condividendo una prospettiva integrata, già in precedenza meglio descritti:

Prospettiva integrata	BCT	BRN	IBP	IBPE	Perimetro Bio
Enterprise Value (€m)	59,0	44,7	51,2	35,1	190,1
Peso (%)	31,05%	23,54%	26,92%	18,49%	100,00%
EV + C&CE (€m)	68,7	44,8	64,6	35,1	213,3
Peso (%)	32,22%	21,01%	30,29%	16,47%	100,00%

Fonte: *Parere Valutativo*, pag. 29

Infine, quale sintesi del Parere la Tabella 7 (cfr. pag. 29 del Parere) riporta i pesi percentuali dell'*Enterprise Value* delle singole entità del Perimetro Bio in prospettiva integrata per le diverse specificazioni della valutazione considerate nella Figura 1 del Parere, già in precedenza descritte, che evidenziano la variabilità dei valori al variare del prezzo del bioetanolo (-20% rispetto a quello di piano), della struttura finanziaria considerata (ipotesi di utilizzo del solo capitale proprio invece che di una struttura finanziaria allineata alla media dei *comparables*, assunta nel caso base) e stima per tutte le entità del *terminal value* sulla base del modello di Gordon (in luogo di un *decay factor* di 10 anni per BCT e BRN e della durata del contratto di affitto di ramo d'azienda in essere, per IBPE).

Ai fini di maggiore chiarezza, combinando i pesi riportati in Tabella 7), relativi al valore delle singole entità rispetto al valore complessivo, con i dati della Figura 1) del Parere, relativi al Perimetro Bio nel suo complesso, si ottengono i seguenti dati:

Prospettiva integrata	BCT	BRN	IBP	IBPE	Perimetro Bio
BASE					
Leva comparables					
Peso (%)	31,05%	23,54%	26,92%	18,49%	100,00%
Enterprise Value (€m)	59,0	44,7	51,2	35,1	190,1
SPECIFICAZIONI ALTERNATIVE					
Bioetanolo - 20%					
Peso (%)	38,72%	29,36%	8,85%	23,06%	100,00%
Enterprise Value (€m)	58,9	44,6	13,5	35,1	152,0
Leva Assente					
Peso (%)	32,29%	24,05%	24,52%	19,14%	100,00%
Enterprise Value (€m)	55,5	41,4	42,2	32,9	172,0
Gordon Model					
Peso (%)	36,37%	34,04%	15,59%	14,00%	100,00%
Enterprise Value (€m)	119,3	111,7	51,1	45,9	328,0

Fonte: Nostra elaborazione su dati Tabella 7 (pag. 29) e Figura 1 (pag.25-26) del Parere Valutativo.

Tale sintesi, ad avviso del sottoscritto, consente ai destinatari del Parere di apprezzare compiutamente come, in una prospettiva integrata, vari il valore complessivo del Perimetro Bio al variare delle specificazioni considerate.

Inoltre tale sintesi consente di apprezzare come vari conseguentemente il valore delle singole entità, sia in termini assoluti sia relativi.

Il Parere Valutativo infine precisa come le valutazioni “sono state svolte assumendo l’ipotesi di continuità, ossia di rapido e pieno ripristino dell’operatività aziendale, senza particolari perdite di funzionalità tecnico-economica e di posizionamento sui mercati” (cfr. pag. 31 del Parere).

11. Conclusioni

La presente relazione ha per oggetto un autonomo parere sull'appropriatezza delle scelte metodologiche assunte, delle modalità applicative seguite e delle conclusioni raggiunte dal Parere Valutativo redatto dal Prof. Mario Cattaneo e dal Prof. Giovanni Petrella, in data 20 febbraio 2018, e qui allegato (qui allegato sub. I).

Sulla base delle verifiche condotte sono in grado di affermare che ritengo le scelte metodologiche assunte nel Parere Valutativo sicuramente adeguate rispetto alle sue finalità, all'oggetto della valutazione e alla natura e tipologia dei dati e delle informazioni considerati, tenuto anche conto dei limiti dell'incarico posto alla base della sua redazione.

Per quanto riguarda le modalità applicative delle metodologie selezionate, sulla base dei dati e delle informazioni in mio possesso e di quelle desumibili dal Parere Valutativo e dai suoi allegati, sono in grado di affermare che non ho acquisito alcuna evidenza che mi possa far ritenere tali modalità come non appropriate o non corrette.

Le assunzioni poste alla base dei risultati ottenuti nel Parere Valutativo sono chiaramente indicate.

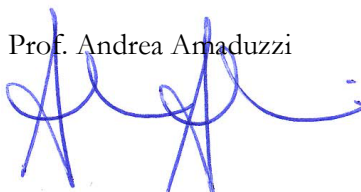
Inoltre, in una prospettiva integrata, gli effetti, sul valore complessivo del Perimetro Bio e sulla sua ripartizione tra le singole entità che concorrono alla sua formazione, del variare di alcune assunzioni di piano, dei parametri finanziari e dei modelli di valutazione considerati, sono chiaramente esposti e comprensibili.

Tutto ciò considerato, ritengo di poter attestare la conformità dei contenuti del Parere Valutativo rispetto alla migliore dottrina e prassi in materia, tenuto in ogni caso conto dei limiti dell'incarico posto alla base della sua redazione.

In fede,

Milano, 21 settembre 2018

Prof. Andrea Amaduzzi



12. Allegati

- I. Prof. Mario Cattaneo, Prof. Giovanni Petrella - Parere Valutativo del 20 febbraio 2018
- II. Allegati al Parere Valutativo del 20 febbraio 2018