

Allegato 3

DOTT. ANTONIO ROCCO PETRUZZI

Dottore Commercialista
Ragioniere e Perito Commerciale
Revisore Legale

Relazione ex art. 2501 – sexies Codice Civile
Progetto di fusione Marche Multiservizi S.p.a. e Megas. Net S.p.a.

**RELAZIONE SULLA CONGRUITA' DEL RAPPORTO DI
CAMBIO
(art. 2501 – sexies c.c.)**

**PROGETTO DI FUSIONE PER INCORPORAZIONE DELLA SOCIETA'
MEGAS. NET S.P.A. IN MARCHE MULTISERVIZI S.P.A.**

AP

DOTT. ANTONIO ROCCO PETRUZZI

Dottore Commercialista
Ragioniere e Perito Commerciale
Revisore Legale

Relazione ex art. 2501 – sexies Codice Civile
Progetto di fusione Marche Multiservizi S.p.a. e Megas. Net S.p.a.

SOMMARIO

- 1. Nomina**
- 2. Oggetto dell'incarico**
- 3. Finalità, natura e limiti oggettivi della presente Relazione**
- 4. Documentazione esaminata**
- 5. Rilevazione preliminare di dati ed elementi dell'operazione di fusione**
 - 5.1. Identificazione dei soggetti che partecipano all'operazione di fusione**
 - 5.2. Data di riferimento della stima**
 - 5.3. Nota sul capitale sociale di Megas. Net Spa**
 - 5.4. Nota sul capitale sociale di Marche Multiservizi Spa**
 - 5.5. Tipo di azioni oggetto del rapporto di cambio**
- 6. Sintesi dell'operazione**
- 7. Metodi di valutazione adottati dagli Amministratori**
 - 7.1 Premessa: attività svolta e raffronto dimensionale dei soggetti direttamente interessati dal procedimento di fusione**
 - 7.2 Generalità sui metodi di valutazione utilizzati dagli Amministratori e sui risultati**
 - 7.3 Metodi di valutazione utilizzati dagli Amministratori di Marche Multiservizi SpA**
 - 7.4 Metodi di valutazione utilizzati dagli Amministratori di Megas. Net SpA**
 - 7.5 Difficoltà incontrate dagli Amministratori**
 - 7.6 Risultati emersi dalla valutazione effettuata dagli Amministratori e modalità di assegnazione delle azioni di Marche Multiservizi Spa e loro caratteristiche**
- 8. Rilevazioni tecniche dello scrivente esperto**
- 9. Difficoltà e limiti specifici incontrati dal sottoscritto nell'espletamento del presente incarico**
- 10. Considerazioni finali sul rapporto di cambio individuato e deliberato dagli Amministratori di Megas. Net Spa e dagli Amministratori di Marche Multiservizi Spa – Conclusioni**

DOTT. ANTONIO ROCCO PETRUZZI

Dottore Commercialista
Ragioniere e Perito Commerciale
Revisore Legale

Relazione ex art. 2501 – sexies Codice Civile
Progetto di fusione Marche Multiservizi S.p.a. e Megas. Net S.p.a.

Estensore della presente "Relazione sulla congruità del rapporto di cambio ai sensi dell'art. 2501-sexies del Codice Civile" è lo scrivente **Dott. Antonio Rocco Petruzzi**, nato a Torino il 04/07/1975, Dottore Commercialista iscritto al n. 617/A dell'Ordine dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili di Pesaro e Urbino; Revisore Legale iscritto al n. 161265 (decreto del 24/01/2011, pubblicato nella Gazzetta Ufficiale della Repubblica Italiana, IV serie speciale, n. 9 del 01/02/2011) del Registro dei Revisori Contabili presso il Ministero della Giustizia.

1. Nomina

Con istanza in data 24/11/2017, l'amministratore unico di Megas. Net S.p.a. e l'Amministratore Delegato di Marche Multiservizi S.p.a. rivolgevano congiuntamente domanda al Presidente del Tribunale di Pesaro, premettendo che:

- le società istanti hanno intenzione di presentare un progetto di fusione per incorporazione di Megas. Net S.p.a. in Marche Multiservizi S.p.a.;
- è intenzione delle società istanti richiedere congiuntamente la nomina di un esperto comune per la redazione della relazione sulla congruità del rapporto di cambio ai sensi dell'art. 2501 – sexies c.c.;

chiedevano, a norma dell'art. 2501 – sexies, comma quarto, del Codice Civile, la nomina dell'esperto comune per la redazione della relazione sulla congruità del rapporto di cambio fra le azioni di Megas. Net S.p.a. e Marche Multiservizi Spa, relativamente al progetto di fusione per incorporazione di Megas. Net S.p.a. in Marche Multiservizi S.p.a..

L'istanza risulta depositata in Cancelleria il 28 novembre 2017 ed il Presidente del Tribunale di Pesaro, con provvedimento del 5 dicembre 2017, ha nominato lo scrivente Dott. Antonio Rocco Petruzzi quale esperto per la redazione della relazione sulla congruità del rapporto di cambio.

In data 7 dicembre 2017 lo scrivente esperto accettava l'incarico e dichiarava di non essere legato alle società partecipanti alla fusione da rapporti di natura personale, patrimoniale e professionale tali da comprometterne l'indipendenza.

2. Oggetto dell'incarico

Oggetto dell'incarico conferito allo scrivente (di seguito "lo scrivente esperto") è, quindi, la relazione (di seguito "relazione") ai sensi dell'art. 2501 – sexies del c.c., sulla congruità del rapporto di assegnazione (di seguito "rapporto di cambio") di azioni ordinarie di Marche Multiservizi S.p.a. agli azionisti di Megas. Net S.p.a., nell'ambito dell'operazione di fusione da attuare mediante incorporazione di Megas. Net S.p.a. in Marche Multiservizi S.p.a.

3. Finalità, natura e limiti oggettivi della presente relazione

Finalità della presente relazione è quella di fornire agli azionisti di Megas. Net Spa e di Marche Multiservizi Spa idonee informazioni sul rapporto di cambio e sulla sua congruità.

A tal fine la presente relazione indica i metodi seguiti dagli Amministratori per la determinazione di tale rapporto di cambio e le difficoltà di valutazione dagli stessi incontrate.

La relazione contiene, inoltre, la valutazione dello scrivente esperto sull'adeguatezza delle motivazioni nell'adozione di tali metodi, sotto il profilo della loro ragionevolezza e non arbitrarietà, sull'importanza relativa attribuita dagli stessi Amministratori a ciascuno di tali metodi, nonché sulla loro corretta applicazione.

AP

DOTT. ANTONIO ROCCO PETRUZZI

Dottore Commercialista
Ragioniere e Perito Commerciale
Revisore Legale

Relazione ex art. 2501 – sexies Codice Civile
Progetto di fusione Marche Multiservizi S.p.a. e Megas. Net S.p.a.

Nell'esaminare i metodi di valutazione adottati dagli Amministratori lo scrivente esperto non ha effettuato una valutazione economica delle società partecipanti alla fusione. Tale valutazione è stata svolta esclusivamente dagli Amministratori delle due società e dagli *advisor* finanziari nominati: Pricewaterhousecoopers Advisory S.p.A. per Marche Multiservizi Spa e il Dott. Daniel Paoloni (Paoloni&Partners) per Megas.net S.p.a. (di seguito "Advisor").

Le conclusioni esposte nella presente relazione sono, inoltre, basate sul complesso delle indicazioni e delle considerazioni in essa contenute; pertanto, nessuna parte della presente relazione potrà essere considerata né utilizzata disgiuntamente dal contenuto del presente documento nella sua interezza, o per finalità diverse da quelle per le quali lo stesso è formato o redatto.

4. Documentazione esaminata

Nello svolgimento dell'incarico, lo scrivente esperto ha ottenuto direttamente, presso le società interessate, i documenti e le informazioni ritenute utili. Lo scrivente ha esaminato ed analizzato la documentazione ricevuta o comunque visionata, ed in particolare:

- AP
- a) progetto di fusione e relative relazioni dei Consigli di Amministrazione di ciascuna delle due società direttamente interessate dal progetto stesso, redatte ai sensi dell'art. 2501-quinquies c.c., che propongono, in base alle rispettive Situazioni Patrimoniali redatte con riferimento alla data del 30 settembre 2017, il seguente rapporto di cambio: **n. 1 azione ordinaria di Marche Multiservizi S.p.a. del valore nominale di € 1,00 ciascuna ogni 11,3259 azioni ordinarie di Megas. Net S.p.a. del valore nominale di € 1,00 ciascuna.** Non sono previsti conguagli in denaro e non saranno emesse azioni frazionarie. Il rapporto di cambio è stato determinato dagli Amministratori delle due società interessate basandosi, ed essenzialmente condividendo e facendo proprie, sotto i profili sia metodologico e sia dei risultati ottenuti, le considerazioni valutative e le indicazioni risultanti dalla stima dei loro *Advisor* finanziari;
 - b) elaborato/relazione di stima peritale del rapporto di concambio ("Assistenza nell'ambito dell'operazione di fusione con Megas. net - Fairness opinion") redatta dall' *Advisor* Pricewaterhousecoopers Advisory S.p.A. per la società Marche Multiservizi S.p.A.. In tale perizia il suddetto *Advisor* espone quale metodo di valutazione il "discounted cash flow - D.C.F.";
 - c) elaborato/relazione di stima peritale del rapporto di concambio ("Assistenza professionale relativa all'operazione di fusione per incorporazione di Megas net S.p.A. in Marche Multiservizi S.p.A.") redatta dall'*Advisor* Dott. Daniel Paoloni per la società Megas. Net S.p.A.. In tale perizia il suddetto *Advisor* espone quale metodo di valutazione il metodo patrimoniale semplice;
 - d) bilanci d'esercizio delle due società al 30 settembre 2017, utilizzati quali situazioni patrimoniali redatte ai sensi dell'art. 2501-quater del c.c., i quali sono stati utilizzati come base per redigere i progetti di fusione e per il calcolo del rapporto di cambio;
 - e) situazioni contabili delle due società al 30 settembre 2017 compreso il bilancio consolidato di Marche Multiservizi S.p.A.;
 - f) documenti vari, utilizzati dallo scrivente esperto, al fine dell'espletamento del presente incarico e della redazione della presente relazione; tali documenti sono stati utilizzati così come predisposti e comunicati dalle società, sul fondamento del presupposto della loro correttezza e della loro rispondenza al vero.

DOTT. ANTONIO ROCCO PETRUZZI

Dottore Commercialista
Ragioniere e Perito Commerciale
Revisore Legale

Relazione ex art. 2501 – sexies Codice Civile
Progetto di fusione Marche Multiservizi S.p.a. e Megas. Net S.p.a.

Lo scrivente esperto ha raccolto documentazione circa gli eventi verificatisi dopo la data di chiusura delle situazioni patrimoniali sopra menzionate, che possano avere un effetto significativo sulla determinazione dei valori oggetto del presente esame. Per quanto riguarda Megas, il Presidente del C.d.A. ha dichiarato l'assenza di eventi significativi post 30/9/2017 rispetto alla situazione patrimoniale presa a base per la fusione, mentre per quanto riguarda Marche Multiservizi, l'Amministratore delegato ha dichiarato l'assenza di eventi significativi post 30/9/2017 rispetto alla situazione patrimoniale presa a base per la fusione, ad eccezione della vendita della partecipazione in Hera Comm Marche s.r.l. pari al 29,5% che ha portato un'entrata di 18,5 milioni di euro a fronte del valore a bilancio di 0,78 milioni di euro, puntualmente considerata nella relazione di advising della fusione.

Lo scrivente esperto ha, inoltre, svolto le seguenti procedure:

- verificato la completezza e la non contraddittorietà dei procedimenti seguiti e delle motivazioni addotte dagli Amministratori delle due società nella determinazione del rapporto di cambio;
- verificato che i metodi di valutazione fossero applicati in modo comparabile per le due società, compatibilmente con i loro elementi caratteristici;
- verificato la coerenza dei dati utilizzati rispetto alle fonti di riferimento;
- verificato la correttezza matematica del calcolo del rapporto di cambio effettuato mediante l'applicazione dei metodi di valutazione adottati dagli Amministratori, i quali hanno condiviso e fatto proprie le considerazioni valutative e le indicazioni dei loro *Advisor*.

Lo scrivente esperto ha inoltre visionato ogni documento contabile e statistico, nonché ogni altra informazione ritenuta utile ai fini della presente relazione ed ha preso contatti con i rappresentanti del *management* societario delle due società per chiarimenti su specifici aspetti.

5. Rilevazione preliminare di dati ed elementi dell'operazione di fusione

5.1 Identificazione dei soggetti che partecipano all'operazione di fusione

L'operazione di fusione per incorporazione riguarda i seguenti soggetti (dati riferiti al 30 settembre 2017):

SOGGETTO INCORPORANTE

Marche Multiservizi S.p.a. (di seguito anche "Marche Multiservizi" o incorporante)

Con sede legale in Pesaro (PU), via dei Canonici n. 144
Iscritta al Registro delle Imprese di Pesaro e Urbino, al numero 02059030417
Capitale sociale: € 13.484.242,00 interamente versato
Valore nominale unitario delle azioni: € 1,00
Codice Fiscale: 02059030417

Marche Multiservizi è una società mista "multiutility" che opera nel settore dei servizi pubblici locali ed in particolare nella gestione del ciclo idrico integrato, nei servizi di igiene ambientale e nella distribuzione del gas metano nel Comune di Pesaro ed in molti altri Comuni limitrofi.

Opera in qualità di affidataria della gestione del servizio di distribuzione del gas, nonché nella raccolta, trattamento e smaltimento dei rifiuti e nell'erogazione di altri servizi quali l'illuminazione pubblica, le telecomunicazioni ed il teleriscaldamento.

DOTT. ANTONIO ROCCO PETRUZZI

Dottore Commercialista
Ragioniere e Perito Commerciale
Revisore Legale

Relazione ex art. 2501 – sexies Codice Civile
Progetto di fusione Marche Multiservizi S.p.a. e Megas. Net S.p.a.

Marche Multiservizi costituisce la prima multiutility nella Regione Marche sia per volume d'affari che per dimensioni industriali.

E' partecipata da Hera S.p.a. per il 49,65%, dal Comune di Pesaro per il 30,76% e da altri azionisti (prevalentemente comuni della Provincia di Pesaro e Urbino) tra cui la Provincia di Pesaro e Urbino.

Marche Multiservizi detiene l'intero capitale sociale di Marche Multiservizi Falconara S.r.l., società a responsabilità limitata con sede legale in Falconara Marittima (AN), Via Marconi n. 114, iscritta al Registro Imprese di Ancona, codice fiscale n. 02729890422 con capitale sociale pari a Euro 100.000,00, interamente versato.

SOGGETTO DA INCORPORARE

Megas. Net S.p.a. (di seguito anche "Megas" o incorporanda)

Con sede legale in Pesaro (PU), viale della Vittoria n. 151
Iscritta al Registro delle Imprese di Pesaro e Urbino, al numero 02122660414
Capitale sociale: € 32.893.714,00 interamente versato
Valore nominale unitario delle azioni: € 1,00
Codice Fiscale/Partita iva: 02122660414

Megas è una società a totale partecipazione pubblica di proprietà per il 40,26% dell'Amministrazione Provinciale di Pesaro e Urbino, per il 18,41% del Comune di Urbino e il restante 41,33% di proprietà di 50 Comuni del territorio della provincia di Pesaro e Urbino e della provincia di Rimini.

E' il frutto della scissione prevista dalla finanziaria 2001 che prevedeva la separazione tra la gestione dei servizi (Megas SpA) e la società proprietaria di reti, impianti e altre dotazioni (Megas Net).

Megas è proprietaria delle reti, degli impianti e delle dotazioni patrimoniali di cui ai servizi pubblici locali di rilevanza industriale e più precisamente:

- idrico integrato, limitatamente all'ex Consorzio Alto Metauro;
- gas naturale (la cui gestione è stata affidata a Marche Multiservizi a fronte di un canone di affitto di ramo d'azienda).

Megas si occupa anche della gestione, dell'ampliamento e della manutenzione di reti ed impianti relativi a:

- produzione e distribuzione dell'energia elettrica anche con impianti di cogenerazione, turboespansione e da energie rinnovabili e non;
- produzione e gestione del calore e del raffrescamento per usi non domestici;
- pubblica illuminazione.

L'assemblea dei soci di Megas, riunitasi in data 20 dicembre 2017, dopo aver preso atto delle dimissioni dell'amministratore unico Alighiero Omiccioli, ha approvato all'unanimità la nomina di un Cda composto da tre membri, un Presidente nella persona di Maurizio Mazzoli (già presidente di Adriabus e di Ami Spa) e due consiglieri nelle persone dell'Avv. Raffaello Tomasetti (sostituito nel frattempo dall'Avv.ssa Elisa Valentini) e dell'Ing. Paolo Costantini.

Tra le 2 società non ci sono legami partecipativi nel senso che l'incorporante non possiede partecipazioni nel capitale dell'incorporanda e viceversa, bensì intercorrono rapporti commerciali, in particolare, un contratto di affitto di ramo d'azienda per le reti del gas.

DOTT. ANTONIO ROCCO PETRUZZI

Dottore Commercialista
Ragioniere e Perito Commerciale
Revisore Legale

Relazione ex art. 2501 – sexies Codice Civile
Progetto di fusione Marche Multiservizi S.p.a. e Megas. Net S.p.a.

5.2 Data di riferimento della stima

La data di riferimento delle stime prese a base dagli Amministratori delle due società per la determinazione del rapporto di cambio è il 30 settembre 2017.

5.3 Nota sul capitale sociale di Megas. Net Spa

Il capitale sociale di Megas, in base alla Situazione Patrimoniale redatta al 30 settembre 2017, data di riferimento della stima, è di € 32.893.714,00 diviso in numero 32.893.714 azioni ordinarie del valore unitario di € 1,00 cadauna.

Non risultano titoli azionari di tipo diverso, né prestiti convertibili. Gli amministratori dichiarano infine che sulle azioni non esistono diritti, privilegi o vincoli.

5.4 Nota sul capitale sociale di Marche Multiservizi Spa

Il capitale sociale di Marche Multiservizi Spa, in base alla Situazione Patrimoniale redatta al 30 settembre 2017, data di riferimento della stima, è di € 13.484.242,00 diviso in numero 13.484.242 azioni ordinarie del valore unitario di € 1,00 cadauna.

Non risultano titoli azionari di tipo diverso, né prestiti convertibili. Gli amministratori dichiarano infine che sulle azioni non esistono diritti, privilegi o vincoli.

5.5 Tipo di azioni oggetto del rapporto di cambio

Il tipo di azioni oggetto del rapporto di cambio è "azioni ordinarie" per entrambe le società.

6. Sintesi dell'operazione

L'operazione di fusione muove dall'applicazione del D.Lgs. n. 175/2016 (c.d. Decreto Madia) in tema di riordino delle partecipazioni societarie detenute dagli enti locali.

L'operazione oggetto della presente relazione può essere sintetizzata nel modo che segue.

Approvazione dell'Accordo Quadro

I Consigli di Amministrazione delle società interessate hanno approvato i contenuti dell'Accordo Quadro finalizzato alla fusione per incorporazione di Megas. Net S.p.a. in Marche Multiservizi Spa.

La società incorporante gestirà alcuni servizi pubblici locali della Provincia di Pesaro e Urbino, secondo quanto indicato nel Piano Industriale approvato dalle società, nel pieno rispetto delle normative di legge.

Per effetto della fusione Marche Multiservizi subentrerà a Megas in tutti i rapporti giuridici attivi e passivi di quest'ultima, ivi compresi i rapporti processuali, in tutte le attività e passività, i diritti e gli obblighi e, quindi, a mero titolo esemplificativo ma non esaustivo, nella titolarità di tutti i relativi beni materiali ed immateriali, nei crediti, nei debiti, maturati o a scadere e, più in generale, nell'intero patrimonio di Megas, nonché in tutti i rapporti di natura concessoria. Conseguentemente, la società incorporante gestirà, in regime di continuità, tutti i servizi pubblici già affidati dai Comuni Enti Pubblici alle società partecipanti all'operazione.

DOTT. ANTONIO ROCCO PETRUZZI

Dottore Commercialista
Ragioniere e Perito Commerciale
Revisore Legale

Relazione ex art. 2501 – sexies Codice Civile
Progetto di fusione Marche Multiservizi S.p.a. e Megas. Net S.p.a.

Le società interessate alla fusione dovranno tenere le rispettive assemblee dei soci per l'approvazione del progetto di fusione entro il 15 marzo 2018 e dovranno stipulare l'atto di fusione entro il 15 giugno 2018.

La data di efficacia della fusione, ai sensi dell'articolo 2504-*bis*, comma 2, del codice civile, potrà anche essere successiva alla data dell'ultima delle iscrizioni nel Registro delle Imprese ai sensi dell'articolo 2504, comma 2, del codice civile e sarà stabilita nell'atto di fusione.

A partire dalla data di efficacia della fusione, la società incorporante subentrerà in tutti i rapporti giuridici attivi e passivi, facenti capo alla società incorporanda.

Con riferimento a quanto previsto dall'articolo 2501-*ter*, comma 1, numero 6, del codice civile, le operazioni effettuate dalla società incorporanda saranno imputate al bilancio della società incorporante a decorrere dal 1° gennaio dell'anno in cui si verificherà la data di efficacia della fusione, al pari degli effetti fiscali della fusione.

I soci di Megas e Marche Multiservizi sono interessati a sviluppare un progetto di aggregazione di tali società (il **Progetto di Aggregazione**), le cui principali ragioni e prospettive strategiche e industriali sono dettagliate nell'Allegato (D) dell'Accordo Quadro, e che prevede, tra l'altro, la fusione per incorporazione di Megas in Marche Multiservizi. Il Progetto di Aggregazione e, in particolare, la fusione hanno, altresì, quale presupposto indefettibile per la sua esecuzione che:

- 1) successivamente alla Fusione, Marche Multiservizi, previo acquisto dai soci venditori (cfr. paragrafo 2.2bi), autorizzato dall'assemblea dei soci ai sensi e per gli effetti di cui agli art. 2357 e 2357-*ter* del Codice Civile, venda una partecipazione non inferiore al 4,76% del capitale sociale di Marche Multiservizi post Fusione nel rispetto dei principi di pubblicità, trasparenza e non discriminazione ai sensi e per gli effetti di cui all'art. 10, comma 2 del TUSP;
- 2) e i soci pubblici, anche successivamente alla cessione di cui al precedente punto 1), mantengano la maggioranza del capitale sociale.

Il Progetto di Aggregazione si inquadra nell'ambito del processo di razionalizzazione delle partecipazioni societarie della Provincia di Pesaro e Urbino e dei Comuni della Provincia di Pesaro e Urbino, anche a completamento del processo di riorganizzazione delle partecipazioni societarie di tali enti pubblici a suo tempo avviato con la scelta del *partner* industriale strategico - attraverso una procedura di evidenza pubblica - di ASPES Multiservizi S.p.A. a cui cedere sino al 65% del capitale sociale e la successiva operazione di fusione per incorporazione della società MEGAS S.p.A. in ASPES Multi servizi S.p.A. (ora Marche Multiservizi).

Inoltre, il Progetto di Aggregazione si pone non solo in un'ottica di contenimento dei costi di funzionamento ma altresì di continuità aziendale e occupazionale, e ciò in attuazione dell'art. 20, comma 2, lett. c), f) e g) del TUSP (Testo Unico Società Pubbliche), che prevede, tra l'altro, la razionalizzazione delle partecipazioni in società che svolgono "attività analoghe o similari" a quelle svolte da altre società partecipate o da enti pubblici strumentali.

Definizione del Progetto

I Consigli di Amministrazione delle due società, tenutisi in data 25 gennaio 2018, hanno approvato il progetto di fusione per incorporazione di Megas. Net Spa in Marche Multiservizi Spa nell'ambito dei servizi pubblici locali, ed hanno presentato le relative Relazioni al Progetto di Fusione - ex art. 2501-quinquies del c.c..

Nelle **Relazioni** al Progetto di Fusione gli Amministratori illustrano, riguardo alle motivazioni, che l'operazione di Fusione si inquadra nell'ambito del processo di razionalizzazione delle partecipazioni societarie della Provincia di Pesaro e Urbino e dei Comuni della Provincia di Pesaro e Urbino, e si caratterizza quale completamento del processo di riorganizzazione delle partecipazioni societarie di tali

DOTT. ANTONIO ROCCO PETRUZZI

Dottore Commercialista
Ragioniere e Perito Commerciale
Revisore Legale

Relazione ex art. 2501 – sexies Codice Civile
Progetto di fusione Marche Multiservizi S.p.a. e Megas. Net S.p.a.

enti pubblici a suo tempo avviato con la l'ingresso, attraverso una procedura di evidenza pubblica, del *partner* strategico industriale (Hera S.p.A.) nel capitale sociale di ASPES Multiservizi S.p.A. e la successiva operazione di fusione per incorporazione della società Megas S.p.A. in ASPES Multiservizi S.p.A. (ora Marche Multiservizi S.p.A.).

In particolare, tale progetto di aggregazione si pone non solo in un'ottica di contenimento dei costi di funzionamento ma altresì di continuità aziendale e occupazionale, e ciò in attuazione anche dell'art. 20, comma 2, lett. c), f) e g) del TUSP ("Testo unico in materia di società a partecipazione pubblica", D.Lgs n. 175/2016), che prevede, tra l'altro, la razionalizzazione delle partecipazioni in società che svolgono "attività analoghe o similari" a quelle svolte da altre società partecipate o da enti pubblici strumentali.

Dal punto di vista strategico industriale, gli affidamenti di cui è titolare Megas continueranno in capo alla società risultante dalla fusione e l'integrazione tra le due realtà, mediante la fusione, persegue l'obiettivo di valorizzare al meglio le rispettive piattaforme industriali nella distribuzione del gas metano e nel ciclo idrico integrato, nell'illuminazione pubblica e nella gestione di impianti per la produzione di energia elettrica da fonti rinnovabili nonché nelle rispettive attività collegate, sia in termini di economie di scala, che in termini di presidio della filiera, per il raggiungimento di maggiori livelli di efficienza e qualità dei servizi.

In tali documenti si evidenzia quanto segue:

- al fine della determinazione del numero di azioni di Marche Multiservizi da assegnare agli azionisti della Megas, i Consigli di Amministrazione si sono basati sulle relazioni degli *advisor* finanziari, quali Pricewaterhousecoopers Advisory S.p.A. per Marche Multiservizi e Dott. Daniel Paoloni (Paoloni&Partners) per Megas;
- a seguito del completamento della *due diligence* confirmatoria, il **rapporto di cambio** è di **1** azione ordinaria di Marche Multiservizi ogni **11,3259** azioni di Megas. Le situazioni contabili di riferimento sono quelle al 30 settembre 2017;
- in dipendenza della fusione la società incorporante aumenterà il proprio capitale sociale mediante emissione di nuove azioni, in applicazione del rapporto di cambio e delle modalità di assegnazione delle azioni. L'entità di detto aumento del capitale sociale di Marche Multiservizi al servizio del concambio potrà essere compiutamente definita solo ad esito della procedura di esercizio del diritto di recesso secondo quanto previsto al paragrafo 3 del Progetto di Fusione;
- come previsto dal paragrafo 6 del Progetto, tali azioni avranno godimento regolare e, pertanto, attribuiranno ai loro possessori diritti equivalenti a quelli spettanti, ai sensi di legge e di statuto, ai possessori delle azioni Marche Multiservizi in circolazione al momento della loro emissione e, quindi, alla data di efficacia della fusione.

A livello di Corporate Governance, il Progetto di fusione, nel paragrafo 2, prevede, tra le varie modifiche dello Statuto sociale della società incorporante, le seguenti:

- Art. 15 (C.d.A.): si propone di incrementare il numero dei consiglieri dagli attuali 7 membri a 9 membri prevedendo che, oltre al Comune di Pesaro e al Comune di Urbino che hanno il potere di nominare rispettivamente 2 consiglieri e 1 consigliere:
 - 1) la Provincia di Pesaro e Urbino avrà il potere di nominare un consigliere e
 - 2) il Comune di Carpegna e il Comune di Montecopiolo, insieme agli altri attuali Enti pubblici, avranno il potere di nominare un consigliere;
- Art. 16 (Cariche sociali): il Presidente del CdA sarà scelto tra i consiglieri designati dal Comune di Pesaro;
- Art. 18 (Deliberazioni del Consiglio): in coerenza con le proposte di modifica all'articolo 15 ("Consiglio di amministrazione") sopra esposte, si propone di incrementare a 8 Consiglieri il *quorum* richiesto per le materie indicate nell'articolo

DOTT. ANTONIO ROCCO PETRUZZI

Dottore Commercialista
Ragioniere e Perito Commerciale
Revisore Legale

Relazione ex art. 2501 – sexies Codice Civile
Progetto di fusione Marche Multiservizi S.p.a. e Megas. Net S.p.a.

18 e di specificare che detto *quorum* è richiesto anche per le operazioni di acquisizione/dismissione di attività/rami aziendali, il conferimento dei poteri all'amministratore delegato e l'attribuzione di compensi agli amministratori investiti di particolari deleghe;

- Art. 21 (Amministratori delegati): l'amministratore delegato sarà scelto tra i consiglieri non nominati da enti pubblici;

- Art. 24 (Collegio sindacale): la nomina degli ulteriori componenti del Collegio Sindacale dovrà essere con quanto previsto in materia di nomina del CdA nel suddetto art. 15.

Sia per il CdA che per il Collegio sindacale si è voluto mantenere il riferimento al rispetto delle quote di genere nella composizione.

- Art. 25 (Controllo contabile): si propone di consentire alla Società di conferire incarichi per lo svolgimento della revisione legale dei conti anche per periodi di tempo superiori a tre anni.

7. Metodi di valutazione adottati dagli Amministratori

7.1 Premessa: attività svolta e raffronto dimensionale dei soggetti direttamente interessati dal procedimento di fusione

AP I soggetti coinvolti nell'operazione, incorporante ed incorporanda, esercitano la propria attività nell'ambito dei servizi pubblici locali, quindi nel medesimo settore e con modalità tradizionali comuni ad entrambi, seppur a livelli dimensionali differenti. Lo scrivente esperto ritiene necessario richiamare preliminarmente, a titolo informativo anche se parziale, i seguenti dati (riferiti al 30 settembre 2017), che permettono di avere una visione indicativa delle realtà aziendali:

DESCRIZIONE	MEGAS.NET SPA	MARCHE MULTISERVIZI SPA
Dati patrimoniali		
Attività	43.443.851	219.334.038
Passività	6.880.783	160.135.084
Patrimonio netto	36.563.068	59.198.954
Dati economici		
Valore della produzione(A)	1.850.045	103.780.434
Costi della produzione (B)	1.159.540	91.280.846
Differenza (A-B)	690.505	12.499.588
Utile operativo corrente lordo imposte	602.692	13.217.419
Utile dell'esercizio al netto delle imposte	328.581	9.260.468
Numero dipendenti	17	599

7.2 Generalità sui metodi di valutazione utilizzati dagli Amministratori e sui risultati

Gli Amministratori delle due società, anche sulla base delle indicazioni espresse dai loro *Advisor*, in considerazione della rilevanza e complessità dell'operazione di fusione, hanno ritenuto appropriato individuare metodi di valutazione che, oltre ad

DOTT. ANTONIO ROCCO PETRUZZI

Dottore Commercialista
Ragioniere e Perito Commerciale
Revisore Legale

Relazione ex art. 2501 – sexies Codice Civile
Progetto di fusione Marche Multiservizi S.p.a. e Megas. Net S.p.a.

essere supportati da basi dottrinali e di applicazione pratica, consentissero di valutare le due società coinvolte nell'operazione di fusione in maniera comparabile. Quindi, sono stati selezionati i metodi di valutazione ritenuti più appropriati per esprimere il valore delle entità coinvolte nella fusione.

Presupposto per la stima del rapporto di cambio, in ipotesi di fusione, è la quantificazione del valore relativo delle singole società coinvolte, con l'obiettivo finale di addivenire non tanto alla determinazione di un valore economico per ciascuna di esse, quanto piuttosto a valori, laddove possibile, omogenei, ma soprattutto **confrontabili** ai fini della determinazione del rapporto di cambio delle azioni nell'ambito della fusione.

Omogeneità nelle valutazioni non significa necessariamente applicazione degli stessi criteri di valutazione, ma omogeneo apprezzamento delle fonti di reddito e di rischio. E' possibile utilizzare più di un criterio di valutazione, purchè i valori risultanti non siano troppo diversi fra di loro. E logicamente nella stima dei valori assoluti delle due società bisogna considerare valori in atto e non valori potenziali, dove il valore in atto è un attributo di valore che tiene conto dei benefici economici dell'azienda che già si stanno manifestando, o che potranno manifestarsi per effetto di azioni già intraprese e che si fonda su una base ragionevolmente obiettiva di riscontri ed ipotesi.

Per garantire la suddetta omogeneità è necessaria l'applicazione delle stesse regole e degli stessi comportamenti nelle scelte valutative essenziali; in ultima analisi si tratta di ricercare la massima obiettività e imparzialità, condizioni che implicano l'adozione di metodi dimostrabili, scarsamente soggettivi e agevolmente comprensibili e, talvolta, l'adozione di una pluralità di metodi e criteri.

Le analisi di entrambe le società, infatti, sono state effettuate in ipotesi di continuità aziendale e, come si dirà in seguito, "stand alone". Le società sono state esaminate in condizioni "normali" di funzionamento, astraendo da eventi straordinari e non ricorrenti di gestione, con riferimento alla situazione in atto ed alle prospettive di sviluppo conosciute alla data della presente relazione.

La determinazione del rapporto di cambio rappresenta il momento centrale dell'intera operazione di fusione societaria. La menzionata operazione mira a determinare la quantità delle azioni che l'incorporante deve riconoscere all'incorporanda, in cambio delle "vecchie azioni" possedute. La determinazione di tale rapporto di cambio è subordinata alla stima del capitale economico delle società partecipanti, che può essere ottenuta mediante due diversi approcci:

- **stand-alone**: le società sono valutate separatamente, a prescindere dagli effetti sinergici derivanti dalla fusione (quali ad esempio, sinergie di costo) ;
- **prospettiva sinergica**: le due società sono valutate sulla base dei flussi attesi dall'operazione di fusione.

Ai fini dell'operazione in oggetto è stato stimato il valore delle società singolarmente considerate (*stand-alone*), a prescindere dagli eventuali effetti che potrebbero derivare dall'operazione proposta. I valori economici risultanti dall'applicazione del metodo di valutazione devono, pertanto, intendersi esclusivamente finalizzati all'individuazione dei rapporti di cambio funzionali alla fusione in oggetto e non possono essere utilizzati per altre finalità.

Come vedremo in seguito, gli Advisor, stante la diversa caratterizzazione delle due realtà societarie, hanno individuato criteri di valutazione diversi per le due società.

DOTT. ANTONIO ROCCO PETRUZZI

Dottore Commercialista
Ragioniere e Perito Commerciale
Revisore Legale

Relazione ex art. 2501 – sexies Codice Civile
Progetto di fusione Marche Multiservizi S.p.a. e Megas. Net S.p.a.

7.3 Metodi di valutazione utilizzati dagli Amministratori di Marche Multiservizi S.p.A.

Avuto riguardo alle caratteristiche distintive delle società coinvolte nell'operazione, nonché alla prassi valutativa relativa al settore dei servizi pubblici locali, il metodo di valutazione principale utilizzato dal management di **Marche Multiservizi** è il **D.C.F. (unlevered Discounted Cash Flow)**. Tale criterio finanziario conduce preliminarmente alla stima del valore economico del capitale investito operativo netto d'azienda, sulla base delle prospettive di evoluzione dei flussi di cassa operativi netti attualizzati (da cui sono esclusi i flussi generati da componenti finanziari positivi e negativi).

In accordo con la dottrina, in presenza di un business plan (periodo 2017-2021), la metodologia basata sull'attualizzazione dei flussi di cassa prospettici è ritenuta la metodologia di valutazione principale.

Secondo tale metodo, il valore del capitale economico di un'azienda ad una certa data (Equity Value) è rappresentato dalla somma algebrica di:

- **Enterprise Value** – valore attuale dei flussi di cassa prodotti dalla gestione operativa dell'azienda in un arco temporale ben definito (periodo di proiezione esplicita), sommato al valore attuale delle attività operative dell'azienda al termine del periodo di proiezione esplicita (valore residuo o *terminal value*);
- **Valore delle attività accessorie** non strumentali alla data di riferimento (*surplus assets=SA*);
- **Posizione finanziaria netta** (PFN) alla data di riferimento (da portare a rettifica all'enterprise value);
- **Valore delle partecipazioni** valutato separatamente,

come espresso nella seguente formula:

Equity Value = Enterprise Value + SA - PFN + partecipazioni

Generalmente tale metodo, nell'approccio unlevered (che considera i flussi operativi), prevede l'attualizzazione dei flussi di cassa al netto della gestione finanziaria, ad un tasso di attualizzazione denominato WACC (Weighted Average Cost of Capital) costituito dal costo medio ponderato del capitale. Tale metodologia, di generale accettazione, consente di determinare il valore industriale (Enterprise Value) di un'azienda sulla base di un business plan pluriennale e di specifiche ipotesi di evoluzione delle principali variabili aziendali (tariffe, volumi, costi fissi ecc.).

I flussi di cassa attesi sono relativi a costi e ricavi operativi – al netto della componente fiscale – che hanno una corrispondente uscita / entrata monetaria.

I flussi derivanti dalla gestione finanziaria (nuovi finanziamenti, rimborsi debiti, oneri finanziari ecc.) non vengono presi in considerazione poiché inclusi nella metodologia di calcolo del WACC.

Il tasso di attualizzazione WACC dei flussi di cassa rappresenta il costo medio ponderato del capitale investito. E' costituito dal costo del capitale di rischio e dal costo del capitale di debito (al netto degli effetti fiscali), ponderati con un indice medio di indebitamento (per l'incidenza delle singole fonti di finanziamento sul capitale totale investito nell'impresa), come risulta dalla seguente formula:

$$WACC = K_e \times E/(D+E) + K_d \times (1-t) \times D/(D+E)$$

dove:

K_e = costo del capitale proprio (equity)

K_d = costo del capitale di debito prima delle imposte (o costo dell'indebitamento)

DOTT. ANTONIO ROCCO PETRUZZI

Dottore Commercialista
Ragioniere e Perito Commerciale
Revisore Legale

Relazione ex art. 2501 – sexies Codice Civile
Progetto di fusione Marche Multiservizi S.p.a. e Megas. Net S.p.a.

D = debito finanziario netto (capitale di debito o di terzi)

E = Equity = valore corrente del patrimonio netto (capitale proprio o di rischio)

t = aliquota d'imposta (tax rate)

In particolare, il costo del capitale di debito (K_d) è il tasso di interesse al quale si ipotizza l'azienda possa finanziarsi. Questo tasso è di solito 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 tener conto del risparmio fiscale generato dalla deducibilità degli oneri finanziari. In sintesi, K_d rappresenta il tasso di finanziamento a medio-lungo termine applicabile a società o attività economiche di simile rischiosità rettificato della componente fiscale.

Invece, il costo del capitale proprio (K_e) riflette il rendimento atteso dall'investitore e viene stimato nella prassi prevalente sulla base del Capital Asset Pricing Model (CAPM). In pratica, rappresenta il rendimento che ci si aspetta, in condizioni non influenzate da fenomeni contingenti, dal settore di appartenenza dell'azienda, definito dalla seguente formula:

$$K_e = R_f + \beta \times (R_m - R_f) + S_p$$

dove:

- R_f = tasso atteso di rendimento delle attività prive 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. In altri termini, fattore di correlazione tra il rendimento effettivo di un'azione e il rendimento complessivo del mercato azionario di riferimento (misura la correlazione tra il ritorno atteso dell'investimento oggetto di analisi ed il ritorno atteso dal mercato)
- R_m = rendimento complessivo del mercato di riferimento (ritorno medio atteso dagli investimenti in equity sul mercato)
- $R_m - R_f$ = premio di rendimento per il rischio azionario (Equity Risk Premium), 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.
- S_p = Small size premium o Additional 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.

Infine, per determinare il valore delle azioni della società (Equity Value), l'Enterprise Value è rettificato della posizione finanziaria netta (PFN), dei dividendi da distribuire, nonché del valore delle partecipazioni separatamente valutate.

I free cash flow (flussi di cassa della gestione operativa) esprimono la dimensione finanziaria della gestione corrente e sono quindi determinati trasformando i redditi operativi prodotti negli effettivi movimenti delle risorse finanziarie generate dalla gestione caratteristica.

I flussi di cassa operativi sono relativi all'attività caratteristica della società oggetto di valutazione. Tali flussi sono stimabili come segue:

DOTT. ANTONIO ROCCO PETRUZZI

Dottore Commercialista
Ragioniere e Perito Commerciale
Revisore Legale

Relazione ex art. 2501 – sexies Codice Civile
Progetto di fusione Marche Multiservizi S.p.a. e Megas. Net S.p.a.

+	Reddito Operativo (EBIT)
-	Effetto fiscale figurativo del reddito operativo (imposte su EBIT)
=	NOPAT (Net operative profit after taxing)
+	Ammortamenti
+	Accantonamenti non monetari
+/-	Variazione capitale circolante netto
-	Investimenti operativi netti (al netto dei disinvestimenti)
=	FLUSSO DI CASSA OPERATIVO NETTO (FCF)

Il criterio in esame postula, anzitutto, la stima dei flussi di cassa operativi netti per ciascun anno dell'orizzonte temporale considerato. Il valore finale è di norma calcolato capitalizzando in perpetuità il flusso di cassa atteso nell'ultimo periodo dell'orizzonte di previsione.

Il tasso di attualizzazione esprime il costo medio ponderato del capitale proprio e di rischio, al netto dell'imposta, alla data di riferimento della stima del capitale.

La posizione finanziaria netta è costituita dalle liquidità disponibili e, in genere, dagli investimenti in attività finanziarie espressi a valori correnti di mercato, al netto dei debiti finanziari onerosi. Come la formula valutativa segnala, il metodo si caratterizza per l'assunzione che, ai fini della stima, sia opportuno neutralizzare l'effetto della struttura finanziaria dell'impresa sui singoli flussi di cassa generati dalla gestione. Ciò in quanto la struttura finanziaria attualmente in essere può essere considerata un fenomeno di tipo congiunturale e, quindi, modificabile, potendo, in effetti, i debiti onerosi venire ridotti fino all'annullamento. Il risultato o flusso generato dall'investimento deve essere considerato unitariamente ed indipendentemente dalla sua destinazione a pagamento degli interessi dovuti ai creditori e a formazione di utili da attribuirsi agli azionisti. La destinazione del flusso, infatti, è un fenomeno ben distinto rispetto alla sua origine e formazione; essa pertanto non può incidere sul valore delle attività oggetto di valutazione, valore che deriva proprio dal flusso totale che l'investimento genera.

In tal senso, il metodo di cui si discute prevede la determinazione, in via preliminare, del valore dell'investimento globale nell'azienda in funzione dei flussi di cassa (lordi) che la stessa sarà in grado di generare; da tale valore si perviene, quindi alla quantificazione del capitale economico dell'azienda, mediante la somma algebrica del valore dell'investimento o dell'indebitamento netto esistente.

Gli amministratori di Marche Multiservizi, nell'utilizzo del metodo DCF, hanno utilizzato le seguenti ipotesi sottostanti i business plan della società incorporante:

- si è fatto riferimento ai flussi di cassa risultanti dal piano economico-finanziario, valutati in ottica *stand alone*, elaborato dal management della società incorporante;
- i tassi di crescita utilizzati ai fini delle proiezioni finanziarie oltre l'orizzonte temporale del *business plan*, ed ai fini del calcolo del valore terminale, riflettono prospettive di crescita coerenti con i *benchmark* di mercato rilevanti;
- il costo medio ponderato del capitale (WACC) è stato calcolato sulla base della struttura finanziaria della società incorporante, avendo riguardo al relativo piano di sviluppo;
- nel calcolo del valore terminale, la stima del flusso di cassa normalizzato di lungo periodo si basa su ipotesi economico operative di natura prudenziale e, come prassi, sull'equivalenza tra il livello di investimenti e il valore degli ammortamenti;
- le valutazioni sono state effettuate sui *business plan* della società 2018/2021 ed un *terminal value* calcolato sull'anno 2022 normalizzato.

DOTT. ANTONIO ROCCO PETRUZZI

Dottore Commercialista
Ragioniere e Perito Commerciale
Revisore Legale

Relazione ex art. 2501 – sexies Codice Civile
Progetto di fusione Marche Multiservizi S.p.a. e Megas. Net S.p.a.

Il Valore Terminale (Terminal Value), invece, rappresenta il valore attuale dei flussi di cassa operativi netti previsti per il periodo successivo all'orizzonte temporale esplicito di riferimento; esso è stimato come segue:

$$VT = FCF_n \times (1+g) / (WACC - g)$$

dove:

FCF_n = flusso di cassa operativo normalizzato sostenibile alla fine dell'orizzonte di previsione esplicita

g = tasso di crescita del business di lungo termine cioè il tasso nominale di crescita media del flusso di cassa operativo netto atteso nel periodo successivo al periodo esplicito.

Applicazione a Marche Multiservizi del criterio di valutazione DCF

La determinazione del valore economico di una società attraverso la metodologia del DCF riflette le seguenti ipotesi:

- si è fatto riferimento ai flussi di cassa risultanti dal piano economico-finanziario *stand alone* per il periodo 2018-2021 elaborato dal *management* della società incorporante;
- si è tenuto conto dei dati economici e patrimoniali relativi al quarto trimestre 2017, desunto come differenza tra i dati *actual* al 30 settembre 2017 e l'ultimo *forecast* riferibile al 31 dicembre 2017;
- i tassi di crescita utilizzati ai fini delle proiezioni finanziarie oltre l'orizzonte previsionale ed ai fini del calcolo del valore terminale riflettono prospettive di crescita coerenti con le ultime stime di inflazione pubblicate dal Fondo Monetario Internazionale;
- i flussi di tutto il periodo di piano sono stati aggiornati alla data del 30/09/2017;
- nel calcolo del valore terminale, la stima del flusso di cassa normalizzato di lungo periodo si basa principalmente su un livello normalizzato di EBITDA (basato sulla media degli *EBITDA Margin* dell'orizzonte di piano), espressivo della marginalità di lungo periodo della società e assumendo come prassi l'equivalenza tra ammortamenti e Capex (Capital expenditure, ovvero spese per acquisire assets durevoli), queste ultime determinate in funzione della media osservata lungo il periodo di previsione esplicita;
- è stato considerato un coefficiente di crescita di lungo periodo "g", pari a 1,4% in linea con le stime di inflazione di lungo periodo del FMI.

In base all'applicazione della metodologia del DCF nella sua versione *unlevered*, il valore del capitale economico sarà dunque pari alla somma:

- degli FCF aggiornati che la società sarà presumibilmente in grado di generare nel periodo di previsione analitico esplicito;
- del *Terminal Value*, ossia il valore aggiornato dei flussi derivanti dal periodo al di là dell'orizzonte di previsione esplicita.

Per la determinazione dell'*Equity Value*, partendo dai valori precedentemente determinati sono state considerate (cd. *Bridge to Equity*):

- la posizione finanziaria netta, comprensiva dell'indebitamento finanziario a breve e lungo termine, i crediti finanziari, le disponibilità liquide e, coerentemente con la prassi valutativa, il fondo TFR;
- l'importo relativo alle partecipazioni non consolidate, i cui flussi non sono ricompresi all'interno del DCF. L'importo complessivo Euro 18,6 milioni fa quasi interamente capo alla partecipazione in Hera Comm Marche S.r.l. che è stata valutata in funzione del suo prezzo di cessione alla luce della transazione avvenuta in data 29 dicembre 2017;
- l'ammontare di dividendi di cui sarà proposta la distribuzione prima della Fusione è pari a Euro 8,6 milioni;
- il valore economico delle azioni proprie è pari a circa Euro 1,4 milioni.

DOTT. ANTONIO ROCCO PETRUZZI

Dottore Commercialista
Ragioniere e Perito Commerciale
Revisore Legale

Relazione ex art. 2501 – sexies Codice Civile
Progetto di fusione Marche Multiservizi S.p.a. e Megas. Net S.p.a.

Di seguito si riepilogano i WACC stimati dall'Advisor di Marche Multiservizi per le diverse aree di attività e il WACC ponderato della società, calcolato sulla base della contribuzione di ciascun *business* all'EBITDA:

WACC – Post-tax	Distribuzione gas	Ambiente	Idrico
Risk free Rate*	2,0%	2,0%	2,0%
Equity Risk Premium (A)	5,5%	5,5%	5,5%
Beta Unlevered	0,43	0,41	0,50
D/E	0,66	0,92	0,82
Beta Relevered (B)	0,71	0,79	0,90
Market Risk Premium (A x B)	3,9%	4,4%	5,0%
Small size premium	2,0%	2,0%	2,0%
COST OF EQUITY (Ke)	8,0%	8,4%	9,0%
kd IRS 10 anni**	0,7%	0,7%	0,7%
Credit Spread	1,3%	2,5%	1,3%
Costo del debito - Kd ante imposte	2,1%	3,2%	2,0%
Aliquota IRES	24%	24%	24%
Deducibilità degli interessi	-0,5%	-0,8%	-0,5%
COSTO DEL DEBITO - Kd post imposte	1,6%	2,5%	1,5%
D/(D+E)	39,7%	48,0%	45,1%
E/(E+D)	60,3%	52,0%	54,9%
WACC - Post-Tax	5,4%	5,5%	5,6%
Ponderazione Marche Multiservizi	20,7%	35,0%	44,4%
WACC MEDIO PENDERATO	5,6%		

* Media rendimento BTP 10 anni

** Media Interest rate swap 10 anni - ultimi 12 mesi

Al fine di stimare il costo medio ponderato del capitale di Marche Multiservizi sono state prese in considerazione le principali aree di *business* in cui la società opera (Distribuzione gas, Ambiente e Idrico) e sono stati determinati degli specifici rendimenti per ogni area (tali rendimenti sono stati poi ponderati per la marginalità della società determinando così un unico costo del capitale).

Le principali ipotesi utilizzate per la stima del costo del capitale proprio possono essere sintetizzate come di seguito:

- il tasso di rendimento delle attività prive di rischio (pari al 2,0%), determinato in funzione della media annuale del titolo governativo italiano decennale;
- Coefficiente Beta (compreso tra 0,71 e 0,90 a seconda dell'attività in esame), determinato in funzione del coefficiente medio osservato per società comparabili aventi titoli quotati su mercati regolamentati;
- *Equity risk premium* è stato determinato pari al 5,5% e risulta allineato alla *best practice* professionale;
- *Small size premium*, pari al 2,0% per riflettere la differenza di dimensioni economiche delle società oggetto dell'operazione rispetto alle società comparabili

DOTT. ANTONIO ROCCO PETRUZZI

Dottore Commercialista
Ragioniere e Perito Commerciale
Revisore Legale

Relazione ex art. 2501 – sexies Codice Civile
Progetto di fusione Marche Multiservizi S.p.a. e Megs. Net S.p.a.

quotate (Fonte: «A study of differences in returns between large and small companies in Europe», Duff & Phelps. 2016).

Le principali ipotesi utilizzate per la stima del costo del capitale di terzi possono essere sintetizzate come di seguito:

- il costo del debito è stato determinato come somma tra il tasso di riferimento (pari a 0,7% e determinato come media annuale dell'Interest Rate Swap decennale), il *credit spread* (compreso tra 1,3% e 2,5% a seconda dell'area di *business* in esame e determinato in funzione dei principali *comparables* quotati);
- in aggiunta a quanto sopra è stata considerata la deducibilità ai fini IRES degli interessi sul debito.

Per quanto riguarda la struttura finanziaria è stata determinata in funzione di quanto osservato per le società comparabili.

Di seguito verrà riportato il dettaglio del Business Plan 2017-2021 fornito da Marche Multiservizi i cui dati rappresentano la base di calcolo dei Discounted Cash Flow (cifre in migliaia).

CONTO ECONOMICO	IV trim. 2017	2018	2019	2020	2021
Ricavi intercompany		8.759	8.211	7.663	7.415
Ricavi verso terzi		123.225	117.523	119.596	121.331
Altri ricavi e proventi		1.373	1.553	1.723	1.723
commesse e incrementi di immobilizzazioni interne		5.810	5.240	4.870	4.710
Valore della produzione	28.444	139.168	132.528	133.852	135.180
Costi intercompany		- 8.759	- 8.211	- 7.663	- 7.415
Costi per materie prime		- 4.961	- 5.590	- 6.417	- 6.478
Costi per materiali		- 13.114	- 13.329	- 13.466	- 13.726
Costi per servizi		- 28.959	- 25.282	- 25.035	- 24.925
Costi per godimento beni di terzi		- 2.643	- 2.685	- 2.707	- 2.741
Canoni periodici		- 7.375	- 7.024	- 7.024	- 7.024
Altri oneri di gestione		- 3.083	- 3.098	- 3.113	- 3.134
Costi per il personale		- 33.088	- 29.954	- 30.363	- 30.743
Costi operativi	- 18.095	- 101.981	- 95.173	- 95.789	- 96.187
Svalutazione crediti	- 286	- 1.200	- 1.200	- 1.200	- 1.200
MARGINE OPERATIVO LORDO (EBITDA)	10.064	35.987	36.155	36.863	37.793
<i>ebitda margin</i>	35,4%	25,9%	27,3%	27,5%	28,0%
Ammortamenti	- 3.380	- 12.892	- 14.079	- 14.692	- 15.320
Altri accantonamenti	- 622	- 2.507	- 1.004	- 1.004	- 1.004
MARGINE OPERATIVO NETTO (EBIT)	6.062	20.588	21.072	21.167	21.469
<i>ebit margin</i>	21,3%	14,8%	15,9%	15,8%	15,9%

AP

DOTT. ANTONIO ROCCO PETRUZZI

Dottore Commercialista
Ragioniere e Perito Commerciale
Revisore Legale

Relazione ex art. 2501 – sexies Codice Civile
Progetto di fusione Marche Multiservizi S.p.a. e Megas. Net S.p.a.

STATO PATRIMONIALE	30.09.2017	2017	2018	2019	2020	2021
Immobilizzazioni materiali		44.272	44.272	44.272	44.272	44.272
Immobilizzazioni immateriali		82.080	87.457	119.265	122.183	124.488
Migliorie sui beni di terzi		13.545	14.000	-	-	-
Immobilizzazioni finanziarie		2.887	2.887	2.887	2.887	2.887
ATTIVO IMMOBILIZZATO	143.332	142.784	148.617	166.425	169.343	171.648
Crediti diversi	42.990	42.225	47.660	45.386	45.840	46.294
Magazzino	1.635	1.240	1.240	1.241	1.241	1.241
Altri Crediti operativi	18.660	5.509	5.509	5.509	5.509	5.509
Debiti verso fornitori	- 32.684	- 23.453	- 23.765	- 19.968	- 19.337	- 19.345
Altri Debiti operativi	- 22.364	- 18.332	- 18.332	- 18.332	- 18.332	- 18.332
CAPITALE CIRCOLANTE NETTO	8.237	7.188	12.312	13.836	14.920	15.367
Fondo spese legali	- 6.793	- 3.017	- 3.017	- 3.017	- 3.017	- 3.017
Fondo spese future per erogazioni	- 1.405	- 1.405	- 1.405	- 1.405	- 1.405	- 1.405
Fondo post-mortem scariche	- 12.145	- 12.882	- 12.772	- 12.861	- 12.749	- 12.633
Fondi rischi diversi	- 1.952	- 2.952	- 3.952	- 4.952	- 5.952	- 6.952
Fondo ripristino beni di terzi	- 20.403	- 20.774	- 22.281	- 53	- 57	- 61
Fondi per rischi ed oneri	- 42.698	- 41.031	- 43.428	- 22.289	- 23.181	- 24.069
CAPITALE INVESTITO NETTO	108.871	108.942	117.501	157.972	161.083	162.946
Patrimonio netto	63.501	66.523	75.113	82.986	91.081	99.438
Posizione finanziaria netta (PFN)	45.370	42.419	42.388	74.987	70.002	63.508
FONTI DI FINANZIAMENTO	108.871	108.942	117.501	157.972	161.083	162.946

Si riporta il calcolo dei **flussi di cassa** analizzati per la società incorporante, riscontrabili nei documenti ufficiali messi a disposizione dalla società:

DOTT. ANTONIO ROCCO PETRUZZI

Dottore Commercialista
Ragioniere e Perito Commerciale
Revisore Legale

Relazione ex art. 2501 – sexies Codice Civile
Progetto di fusione Marche Multiservizi S.p.a. e Megasc. Net S.p.a.

Marche Multiservizi (DCF) valori in migliaia ¹	IV trim. 2017	2018	2019	2020	2021	TV
Valore della produzione	28.444	139.168	132.528	133.852	135.180	135.000
<i>Variatione annua</i>	-	-	-4,8%	1,0%	1,0%	
Costi operativi	- 18.095	- 101.981	- 95.173	- 95.789	- 96.187	
Svalutazione crediti ricompresi nell'attivo circolante	- 286	- 1.200	- 1.200	- 1.200	- 1.200	
MARGINE OPERATIVO LORDO (EBITDA)	10.064	35.987	36.155	36.863	37.793	36.665
<i>ebitda margin</i>	35,4%	25,9%	27,3%	27,5%	28,0%	27,2%
Ammortamenti	- 3.380	- 12.892	- 14.079	- 14.692	- 15.320	- 19.212
Altri accantonamenti	- 622	- 2.507	- 1.004	- 1.004	- 1.004	- 1.004
MARGINE OPERATIVO NETTO (EBIT)	6.062	20.588	21.072	21.167	21.469	16.449
<i>ebit margin</i>	21,3%	14,8%	15,9%	15,8%	15,9%	12,2%
Taxation	- 1.691	- 5.744	- 5.879	- 5.906	- 5.990	- 4.589
RISULTATO OPERATIVO NETTO - NOPAT	4.370	14.844	15.193	15.261	15.479	11.860
Add-back Ammortamenti	3.380	12.892	14.079	14.692	15.320	19.212
Add-back Acc.ti fondi rischi	622	2.507	1.004	1.004	1.004	-
Investimenti in immobilizzazioni	- 2.833	- 18.725	- 22.887	- 17.610	- 17.625	- 19.212
Investimenti di espansione	-	-	- 23.000	-	-	-
Variatione del Capitale Circolante	1.049	- 5.124	- 1.524	- 1.085	- 447	- 215
Utilizzi fondi rischi	- 2.289	- 110	85	- 112	- 116	-
Conguaglio	-	-	- 8.228	-	-	-
FREE CASH FLOWS (FCF)	4.300	6.284	- 25.278	12.151	13.615	11.645
WACC	5,6%					
g (tasso di crescita)	1,40%					
Period (t)	0,25	1,25	2,25	3,25	4,25	
Discount factor (fattore di sconto privo di rischio)	1,0	0,9	0,9	0,8	0,8	
DISCOUNTED FREE CASH FLOWS (al 30.09.2017)	4.242	5.871	- 22.361	10.179	10.801	219.946

SOMMA DEI FLUSSI DI CASSA ATTUALIZZATI	8.731
Terminal Value	277.260
TERMINAL VALUE ATTUALIZZATO	219.946
ENTERPRISE VALUE	228.676
Dividendi da distribuire	- 8.620
Posizione Finanziaria Netta (PFN)	- 45.370
Partecipazioni non consolidate	18.392
Valore delle azioni proprie	1.440
Bridge to equity	- 34.159
VALORE DELL'EQUITY	194.518

¹ Si precisa che eventuali imprecisioni derivano da arrotondamenti

DOTT. ANTONIO ROCCO PETRUZZI

Dottore Commercialista
Ragioniere e Perito Commerciale
Revisore Legale

Relazione ex art. 2501 – sexies Codice Civile
Progetto di fusione Marche Multiservizi S.p.a. e Megas. Net S.p.a.

Come **metodo di controllo** è stata utilizzata la metodologia dei moltiplicatori di Borsa (metodo dei multipli di mercato).

Il **metodo dei multipli di Borsa/mercato** si fonda sull'analisi delle quotazioni borsistiche riferite ad un campione selezionato di società operanti nel settore di riferimento (società quotate comparabili) e sulla successiva applicazione dei multipli, evidenziati da tale analisi, alle corrispondenti grandezze della società oggetto di valutazione.

I multipli sono ottenuti quale rapporto tra la capitalizzazione di Borsa delle società comparabili e le grandezze reddituali, patrimoniali e finanziarie ritenute significative ad esse relative.

Lo schema di applicazione di tale approccio di valutazione si articola nei seguenti punti:

- *identificazione delle società comparabili* – L'appropriata selezione del campione di società comparabili rappresenta uno dei passi principali alla base di tale metodologia. La significatività dei risultati è strettamente dipendente dall'omogeneità del campione. Nella selezione delle società comparabili si è soliti tener conto di vari fattori, tra i quali, il settore di riferimento, il rischio dell'attività, la dimensione della società, la diversificazione geografica, la redditività, l'attendibilità dei dati finanziari e l'intensità di scambio dei titoli nel mercato azionario;
- *definizione dell'intervallo temporale di riferimento* – La determinazione dell'intervallo di riferimento ha solitamente il fine di neutralizzare eventi di carattere eccezionale, fluttuazioni di breve periodo e tensioni speculative; nel contempo, ha il compito di riflettere le informazioni rese disponibili al mercato. Questa fase implica, in particolare, la scelta fra l'utilizzo di una media relativa ad un determinato intervallo temporale e l'applicazione di un valore puntuale;
- *determinazione dei multipli impliciti ritenuti più significativi* – Sussistono numerosi rapporti che possono essere utilizzati per l'applicazione del criterio dei multipli di mercato. La scelta dei multipli più significativi avviene solitamente sulla base delle caratteristiche del settore e del campione in esame;
- *applicazione dei multipli alla società in esame* – i multipli ottenuti dall'analisi del campione di confronto sono applicati alle corrispettive grandezze reddituali, patrimoniali e finanziarie della società oggetto di valutazione.

Ai fini di un controllo, quindi, l'Advisor ha effettuato la valutazione anche con il metodo dei multipli, sulla base di multipli impliciti nelle valutazioni di mercato di società quotate comparabili con MARCHE MULTISERVIZI desunti da report di analisti.

Nella fattispecie, disponendo del dettaglio del margine operativo lordo per business (EBITDA), si è utilizzato il multiplo specifico di settore desumibile dai brokers report di società *multi-utility*, per i quali fosse disponibile un dettaglio per business.

L'EBITDA (Euro 34,9 milioni complessivi, al lordo del fondo svalutazione crediti) e i multipli di riferimento considerati sono quelli relativi all'esercizio 2017.

All'*Enterprise Value* così ottenuto sono stati aggiunti i medesimi elementi compresi nel *Bridge to Equity* del DCF con l'integrazione degli investimenti attualizzati previsti nel piano nel 2019 (pari a circa Euro 27,6 milioni), relativi all'acquisizione

DOTT. ANTONIO ROCCO PETRUZZI

Dottore Commercialista
Ragioniere e Perito Commerciale
Revisore Legale

Relazione ex art. 2501 – sexies Codice Civile
Progetto di fusione Marche Multiservizi S.p.a. e Megas. Net S.p.a.

dell'ambito territoriale funzionale allo sviluppo della società, in quanto non ricompresi nell'Enterprise value di tale approccio metodologico.

L'*Equity Value* che ne risulta, riportato nella tabella successiva rientra nel *range* di valori che emergono dall'applicazione del metodo principale, confermandolo.

(valori espressi in migliaia)	Ebitda 2017	x	EV/Ebitda	2017
Distribuzione	8.536		9,0	76.772
Idrico	18.954		6,0	113.899
Ambiente	14.717		8,3	121.943
Altro/Struttura	-7.247		7,8	-56.233
Enterprise Value	* 34.961		7,3	256.380
Bridge to Equity:				-61.794
Investimenti				-27.625
Dividendi				-8.620
Azioni proprie				1.429
Posizione finanziaria netta				-45.370
Partecipazioni non consolidate				<u>18.392</u>
Equity Value				194.586

* L'EBITDA considerato nel calcolo del multiplo è al lordo dell'accantonamento al fondo svalutazione crediti in coerenza con l'informativa fornita dai brokers report.

L'esposizione in migliaia di euro comporta inevitabilmente arrotondamenti a volte anche consistenti.

7.4 Metodi di valutazione utilizzati dagli Amministratori di Megas. Net Spa

Invece, per la società **Megas**, in considerazione delle sue peculiarità e della sua natura di "*società di assets*" (proprietaria delle reti e degli impianti), gli amministratori, su consiglio dell'Advisor, hanno scelto quale metodo appropriato di valutazione il **metodo patrimoniale semplice** che consiste nella valutazione dei singoli componenti dell'attivo e del passivo desumibili dai bilanci di esercizio, rettificati in aumento o diminuzione in funzione di eventuali differenze riscontrabili fra valori iscritti a bilancio e eventuali diversi valori applicabili per il fine della valutazione della società, che possono originare plusvalenze ovvero minusvalenze. Il valore risultante è denominato patrimonio netto rettificato.

Tradotto, il patrimonio netto rettificato è dato dalla somma algebrica del valore corrente degli elementi patrimoniali attivi e passivi del capitale.

Infatti, in assenza di un set di dati prospettici pluriennali, tenendo conto della natura del business della società che si caratterizza per la sua dotazione di assets, nonché tenendo conto della marginalità storica e di budget, la metodologia patrimoniale è stata considerata dagli amministratori di entrambe le società come criterio di riferimento per valutare Megas e i metodi basati sulla redditività non sono stati ritenuti applicabili o significativi.

Tale metodo assume, come punto di partenza, il patrimonio netto di bilancio così come espresso dalla situazione patrimoniale contabile di riferimento. Nel patrimonio viene incluso anche l'utile dell'esercizio, con successiva esclusione delle riserve e dei dividendi per i quali è già stata proposta dagli amministratori la distribuzione ai soci.

DOTT. ANTONIO ROCCO PETRUZZI

Dottore Commercialista
Ragioniere e Perito Commerciale
Revisore Legale

Relazione ex art. 2501 – sexies Codice Civile
Progetto di fusione Marche Multiservizi S.p.a. e Megas. Net S.p.a.

L'applicazione del metodo patrimoniale è avvenuta sulla base dei seguenti documenti:

- la situazione patrimoniale alla data di riferimento;
- la stima della Regulatory Asset Base ("RAB") riguardante le reti gas sulla base dei dati forniti dal Management;
- la stima del Valore Industriale Residuo ("VIR") risultante dalla più recente perizia disponibile.

Nell'applicazione del metodo, non sono emerse rettifiche al patrimonio netto contabile risultante al 30 settembre 2017 ad eccezione:

- dei dividendi;
- delle reti gas che sono state dapprima stimate al maggior valore regolatorio (RAB) rispetto ai valori contabili, al netto dell'effetto fiscale IRES sulla plusvalenza latente, in conformità con la normativa vigente di settore.

In questo modo è stato determinato un patrimonio netto rettificato della società che rappresenta l'estremo inferiore (il valore minimo) della valutazione di Megas.

Nell'ipotesi di mantenimento dell'attuale quadro normativo, tenendo conto dei possibili scenari che si concretizzeranno a seguito dell'operazione di integrazione, al valore precedentemente determinato è stato sommato il premio costituito dal delta tra VIR e RAB (sempre al netto dell'effetto fiscale sulla plusvalenza latente) attualizzato dal 2030 alla data del 30 settembre 2017.

Ai fini dell'attualizzazione del premio sulla RAB, l'Advisor di Marche Multiservizi ha considerato il solo risk free rate (tasso BTP), pari al 2%, nell'ipotesi che nell'attuale contesto normativo si possa considerare il solo compenso finanziario per il trascorrere del tempo.

Il VIR, pari a circa 45,3 milioni (valore di perizia redatta da Duff & Phelps Italia s.r.l.), rappresenta, infatti, il valore di smobilizzo delle reti che sarà possibile incassare al termine della concessione (2030).

Infine, considerando che la suddetta perizia ha ad oggetto unicamente i beni esistenti al 01.01.2007, non considerando, quindi, tutti gli investimenti effettuati da Marche Multiservizi sulla rete di Megas a partire dalla decorrenza del contratto di affitto d'azienda, si è ritenuto possibile definire un ulteriore componente di valore potenziale attribuibile a tale porzione di rete, che verrà retrocessa a Megas al termine del contratto di affitto (rete retrocessa) stimando tale importo sulla base del rapporto tra VNC (valore netto contabile) e VIR (valore industriale lordo) osservato sulle reti ante 2008 periziate.

Comprendendo anche questa componente, si definisce l'Equity Value massimo di Megas stimato in euro 42.462.306 da Paoloni e in euro 43.893.000 da Pricewaterhouse.

DOTT. ANTONIO ROCCO PETRUZZI

Dottore Commercialista
Ragioniere e Perito Commerciale
Revisore Legale

Relazione ex art. 2501 – sexies Codice Civile
Progetto di fusione Marche Multiservizi S.p.a. e Megas. Net S.p.a.

L'advisor di Megas, relativamente agli impianti e alle reti gas, ha utilizzato **due distinti metodi di valutazione**. Il primo partendo dal valore VIR (Valore Industriale Residuo, costituito dal costo che dovrebbe essere sostenuto per la ricostruzione dell'impianto, diminuito del valore relativo al degrado fisico relativo al tempo). Il secondo partendo dal valore RAB (Regulatory Asset Base), costituito dal valore del capitale investito netto, riconosciuto dall'Autorità di settore a fini tariffari.

1° metodo:

Il primo fa riferimento alla perizia, redatta dalla Società Duff & Phelps Italia s.r.l., la quale riporta un valore delle reti gas riferite alle consistenze al 31.12.2007, rapportate a fine 2017, pari a euro 60.778.960 a cui detrarre il valore dei contributi pari ad euro 15.505.804. A tali valori sono state aggiunte le rettifiche di seguito elencate al fine di ottenere la quantificazione del plusvalore delle reti gas rispetto al valore netto contabile.

Valore perizia Duff & Phelps:	€ 60.778.960,00
Contributi concessi:	- € 15.505.804,00
	€ 45.273.156,00
Valore investimenti su reti Megas effettuati da Marche Multiservizi:	€ 6.155.126,00
Totale VIR:	€ 51.428.282,00
-Valore netto contabile:**	€ 27.863.189,00
Delta VIR lordo:	€ 23.565.093,00 (A)
Attualizzazione Delta VIR lordo*:	€ 11.709.524,26 (A x 0,496901254)
-Effetto fiscale (ires 24%):	€ 2.810.285,82
Totale netto	€ 8.899.238,44
Valore netto contabile	€ 32.140.574,00
Totale valore reti gas:	€ 41.039.812,44

* al tasso del 5,42% (tasso di riferimento per la distribuzione del gas) per 13 anni e 3 mesi, fino alla scadenza della concessione (2030).

** valore netto contabile reti gas (33.024.000)-fondo contributo impianti (883.426)+investimenti effettuati da Marche Multiservizi su reti gas da retrocedere a Megas con pagamento (6.155.126)-fondo ripristino accantonato come ammortamento da Marche Multiservizi su reti Megas oggetto di contratto d'affitto (10.432.511).

2° metodo:

Il secondo metodo prende in considerazione il maggiore valore regolatorio (RAB) delle reti gas rispetto al valore netto contabile, al netto degli effetti fiscali, i cui valori vengono di seguito riepilogati:

RAB lorda	€ 55.650.000,00
Contributi	-€ 20.210.000,00
RAB netta	€ 35.440.000,00
Valore netto contabile	€ 32.140.574,00 (A)
Delta RAB/VNC	€ 3.299.426,00
Effetto fiscale (24%)	- € 791.862,24
Delta RAB/VNC netto	€ 2.507.563,76 (B)

Totale valore reti gas: € 34.648.137,76 (A+B)

In fase di valutazione complessiva del patrimonio netto aziendale, a tale importo, è stato aggiunto l'effetto rettificativo del "cash-in - cash-out", disciplinato dagli obblighi contrattuali di cui al contratto di affitto di ramo d'azienda intercorrente tra le due società oggetto di fusione.

DOTT. ANTONIO ROCCO PETRUZZI

Dottore Commercialista
Ragioniere e Perito Commerciale
Revisore Legale

Relazione ex art. 2501 – sexies Codice Civile
Progetto di fusione Marche Multiservizi S.p.a. e Megas. Net S.p.a.

Si presentano di seguito le tabelle relative alle valutazioni di Megas effettuate dai 2 Advisor che conducono a risultati molto simili.

Stato Patrimoniale Megas senza la rivalutazione delle reti gas

Valutazione Megas al 30/9/2017	Situazione contabile	Paoloni	Pricewaterhouse
Immobilizzazioni immateriali	382.221	382.221	231.000
Immobilizzazioni materiali:			
- terreni e fabbricati	1.299.258	1.299.258	
- impianti e macchinari senza reti gas	3.713.545	3.713.545	
- altri beni	9.075	9.074	
- immobilizzazioni in corso	152.991	152.991	
	5.174.869	5.174.868	4.296.000
Immobilizzazioni finanziarie	5.466	5.466	5.466
Attivo immobilizzato (senza reti gas)	5.562.556	5.562.555	4.532.466
Crediti verso clienti	2.855.345	2.855.345	2.855.345
Crediti tributari	69.889	69.889	**compensati
Altri crediti	123.168	123.168	123.168
Ratei e risconti attivi	321.052	321.052	321.052
-Acconti	548.058	548.058	548.058
-Debiti verso fornitori	99.612	99.612	99.612
-Debiti tributari e previdenziali	299.858	299.858	** 229.969
-Altri debiti	293.925	293.925	293.925
-Ratei e risconti passivi	426.803	426.803	426.803
Capitale circolante netto	1.701.198	1.701.198	1.701.198
-Fondi per rischi e oneri*	1.728.842	845.416	845.416
Reti gas (valore netto contabile)	32.882.201	31.998.776	33.028.000
Capitale investito	38.417.113	38.417.113	38.416.248
Debiti verso banche	3.238.256	3.238.256	3.238.256
Trattamento di fine rapporto	245.428	245.428	245.428
Disponibilità liquide	- 1.629.639	- 1.629.639	- 1.629.639
Posizione finanziaria netta	1.854.045	1.854.045	1.854.045
Arrotondamenti			797
Patrimonio netto (compreso utile)	36.563.068	36.563.068	36.563.000

* nelle stime degli Advisor di tali fondi non viene considerato il fondo contributi su reti e impianti gas pari a euro 883.426,01 in quanto relativo alle reti gas che hanno avuto una stima autonoma.

DOTT. ANTONIO ROCCO PETRUZZI

Dottore Commercialista
Ragioniere e Perito Commerciale
Revisore Legale

Relazione ex art. 2501 – sexies Codice Civile
Progetto di fusione Marche Multiservizi S.p.a. e Megas. Net S.p.a.

Tabella di valutazione di Megas con la rivalutazione delle reti gas

Valutazione reti gas a RAB	Paoloni	Pricewaterhouse
RAB (Regulatory Asset Base) lorda	35.440.000	36.073.000
- Valore netto contabile	-32.140.574	-33.028.000
Delta tra RAB e VNC su reti gas (maggior valore regolatorio)	3.299.426	3.045.000
- effetto fiscale (ires 24% su plusv. latente)	-791.862	-731.000
Delta tra RAB e VNC netto	2.507.564	2.314.000
Valutazione Megas (RAB)		
Patrimonio netto contabile (compreso utile) risultante dalla tabella precedente	36.563.068	36.563.000
- Dividendi da distribuire	-3.000.000	-3.000.000
+ Delta tra RAB/VNC netto	2.507.564	2.314.000
+ Cash in Cash out**	4.277.384	considerato sotto
Patrimonio netto rettificato (A) (MIN)	40.348.016	35.877.000
Valutazione Megas (con premio sulla RAB)		
premesse che il VIR è pari a 45,3 milioni:		
Delta VIR/RAB su rete proprietà		9.196.000
-effetto fiscale sulla plusvalenza latente(24%)		-2.207.040
Delta VIR/RAB netto		6.988.960
Delta VIR/RAB netto al 2030		8.403.000
Premio = Delta VIR/RAB netto attualizzato (B)	6.391.674	6.438.000
- Cash in Cash out (considerato sopra)	-4.277.384	
Valore economico (A+B)	42.462.306	42.315.000
Valutazione con premio su rete retrocessa		
Valore contabile della rete retrocessa da Marche Multiservizi*	già considerato sopra	6.083.000
Premio implicito sulla rete retrocessa		2.255.000
- effetto fiscale (24% sul premio)		-541.200
Premio netto attualizzato (1/1/08-30/9/17) (C)		1.578.000
Valore economico Megas MAX (A+B+C)	42.462.306	43.893.000

* porzione di infrastruttura sviluppata da Marche Multiservizi tra il 2007 e il 2017 e che verrà retrocessa a Megas al termine del contratto di affitto d'azienda;

** è stato aggiunto l'effetto rettificativo del "cash-in - cash-out", disciplinato dagli obblighi contrattuali di cui al contratto di affitto di ramo d'azienda intercorrente tra le due società oggetto di fusione: trattasi dell'effetto che si avrebbe oggi con la retrocessione delle reti, a seguito di interruzione del suddetto contratto. La somma deriva dalla differenza tra gli ammortamenti contabilizzati dalla affittuaria Marche Multiservizi (10.432.511) e i nuovi investimenti effettuati dalla stessa dopo l'anno 2007 (6.155.126).

7.5 Difficoltà incontrate dagli Amministratori

Di seguito vengono elencate nello specifico le difficoltà riportate dagli amministratori nelle loro relazioni:

- nella valutazione di Marche Multiservizi con il metodo DCF (Discounted Cash Flow), la valutazione è stata effettuata utilizzando i dati economico-finanziari

DOTT. ANTONIO ROCCO PETRUZZI

Dottore Commercialista
 Ragioniere e Perito Commerciale
 Revisore Legale

Relazione ex art. 2501 – sexies Codice Civile
 Progetto di fusione Marche Multiservizi S.p.a. e Megas. Net S.p.a.

previsionali derivanti dal *business plan/piano industriale*. Tali dati presentano, per loro natura, profili di incertezza e, in aggiunta, essi ipotizzano la continuità dell'attuale quadro legislativo; pertanto eventuali evoluzioni potrebbero avere un impatto significativo sui risultati attesi;

- entrambe le società operano in *business* soggetti a concessione; tali *business* e la loro valorizzazione include ipotesi che potrebbero differire in sede di gara per l'assegnazione delle concessioni sia nel caso di rinnovo delle stesse sia nell'ipotesi di incasso di un indennizzo da parte del gestore subentrante.

7.6 Risultati emersi dalla valutazione effettuata dagli Amministratori e modalità di assegnazione delle azioni di Marche Multiservizi Spa e loro caratteristiche

Il valore del capitale economico delle società Marche Multiservizi Spa e Megas.Net Spa, nonché i relativi valori per azione ed il conseguente rapporto di cambio, determinato dagli *Advisor* sulla base dell'applicazione dei metodi sopra descritti e fatti propri dai Consigli di Amministrazione, sono riportati nella tabella che segue.

Come si può constatare dalla tabella di sintesi sottostante, le valutazioni di Marche Multiservizi da parte dei 2 *Advisor* sono praticamente coincidenti:

AP

MARCHE MULTISERVIZI	PRICEWATERHOUSE	PAOLONI
VALORE D'IMPRESA (Enterprise Value)	€ 228,7 Mln (min. 222,7 Mln) (max 235,1 Mln)	€ 229,3 Mln (min. 223,2 Mln) (max 235,6 Mln)
VALORE DELLE PARTECIPAZIONI	€ 18,4 Mln*	€ 17,7 Mln
AZIONI PROPRIE	€ 1,4 Mln	€ 1,4 Mln
POSIZIONE FINANZIARIA NETTA (PFN) **	-€ 45,4 Mln	-€ 45,4 Mln
DIVIDENDI DA DISTRIBUIRE	-€ 8,6 Mln	-€ 8,6 Mln
VALORE CAPITALE ECONOMICO (Equity Value)	€ 194,5 Mln (min. 188,5 Mln) (max 200,9 Mln)	€ 194,4 Mln (min. 188,4 Mln) (max 200,8 Mln)

*partecipazioni non consolidate, i cui flussi non sono ricompresi all'interno del DCF. L'importo indicato fa quasi interamente capo alla partecipazione in Hera Comm Marche S.r.l. che è stata valutata in funzione del suo prezzo di cessione alla luce della cessione avvenuta in data 29 dicembre 2017.

** comprende l'indebitamento finanziario a breve e lungo termine, i crediti finanziari, le disponibilità liquide e il fondo TFR.

Per quanto riguarda Megas, le valutazioni finali dei 2 *Advisor* sono le seguenti:

EQUITY VALUE MEGAS	PRICEWATERHOUSE	PAOLONI
VALORE MINIMO	35,9 Mln	40,3 Mln
VALORE MASSIMO	43,9 Mln	42,5 Mln

Di conseguenza, le valutazioni effettuate conducono ad un range di concambi come di seguito illustrato:

DOTT. ANTONIO ROCCO PETRUZZI

Dottore Commercialista
Ragioniere e Perito Commerciale
Revisore Legale

Relazione ex art. 2501 – sexies Codice Civile
Progetto di fusione Marche Multiservizi S.p.a. e Megas. Net S.p.a.

Concambio per ogni azione Marche Multiservizi	Minimo	Massimo	Concordato
Pricewaterhouse	10,47	13,66	11,3259
Paoloni	10,82	12,14	11,3259

Sulla base delle valutazioni delle società partecipanti alla fusione precedentemente descritte, e dei valori determinati come sopra, i Consigli di Amministrazione delle società hanno definito il seguente rapporto di cambio:

n. 1 azione ordinaria di Marche Multiservizi Spa del valore di € 1,00 per ogni 11,3259 azioni ordinarie di Megas. Net Spa del valore nominale di € 1,00 ciascuna.

Tale rapporto di cambio è frutto dell'accordo tra le parti sulle seguenti valutazioni che si collocano all'interno dei range previsti dai loro Advisor:

EQUITY VALUE Marche Multiservizi:	€ 195.000.000 (82,28%)
EQUITY VALUE Megas:	€ 42.000.000 (17,72%)
EQUITY VALUE totale:	€ 237.000.000

Tali valutazioni si collocano all'interno dei suddetti range definiti dagli Advisor.

Non è previsto alcun conguaglio in denaro e non saranno emesse azioni frazionarie. Pertanto, nel caso in cui, in applicazione del rapporto di cambio, agli azionisti della società incorporanda non venisse attribuito un numero intero di azioni, i resti saranno annullati.

Megas potrà proporre la distribuzione di utili e/o dividendi ordinari relativi all'esercizio 2017 e/o riserve distribuibili nella misura pari ad euro 3.000.000.

Marche Multiservizi potrà proporre la distribuzione di utili e/o dividendi ordinari relativi all'esercizio 2017 e/o riserve distribuibili nella misura pari ad euro 8.620.040.

La distribuzione di tali importi da parte di Megas e Marche Multiservizi non comporterà alterazioni nel rapporto di cambio.

Infatti, nella valutazione delle due società si è già tenuto conto dei suddetti importi da distribuire.

Si precisa, inoltre, che il rapporto di cambio non è influenzato - e quindi non subirà variazioni - per effetto dell'eventuale esercizio del diritto di recesso, in misura non sostanziale, da parte dei soci della società incorporante alla luce di quanto indicato nel paragrafo 10 del Progetto di Fusione.

Al fine e in esecuzione della fusione, l'assemblea straordinaria di Marche Multiservizi che sarà chiamata ad approvare la fusione, delibererà, a servizio della fusione, un **aumento** scindibile del **capitale sociale**, con esclusione del diritto di opzione, fino ad un importo **massimo** di nominali **Euro 2.904.293**. Conseguentemente, Marche Multiservizi emetterà fino ad un massimo di n. 2.904.293 di nuove azioni ordinarie Marche Multiservizi del valore nominale di Euro 1,00 ciascuna, che saranno assegnate ai soci della società incorporanda con le modalità indicate nel Paragrafo 5 del Progetto di Fusione, a soddisfazione del Rapporto di Cambio.

Si fa presente che l'entità di detto aumento del capitale sociale di Marche Multiservizi al servizio del concambio potrà essere compiutamente definita solo ad esito della procedura di esercizio del diritto di recesso secondo quanto previsto al paragrafo 3 del Progetto di Fusione.

La fusione verrà attuata mediante:

DOTT. ANTONIO ROCCO PETRUZZI

Dottore Commercialista
Ragioniere e Perito Commerciale
Revisore Legale

Relazione ex art. 2501 – sexies Codice Civile
Progetto di fusione Marche Multiservizi S.p.a. e Megas. Net S.p.a.

- annullamento di tutte le azioni rappresentanti l'intero capitale sociale di Megas;
- annullamento senza concambio delle azioni Megas detenute da Megas medesima (azioni proprie);
- annullamento senza concambio delle azioni Megas detenute, anche indirettamente, dalla società incorporante ex articolo 2504-ter c.c.; e
- assegnazione, al servizio del concambio, delle azioni della società incorporante rivenienti dall'aumento di capitale di cui al paragrafo 4 del Progetto.

Alla data del Progetto di Fusione Megas non detiene azioni proprie.

Alla data del Progetto di Fusione, Marche Multiservizi detiene n. 99.086 azioni proprie, pari allo 0,73% del capitale sociale della società incorporante.

Assumendo che nessun azionista di Megas e nessun azionista di Marche Multiservizi eserciti il diritto di recesso, all'esito della fusione il capitale sociale di Marche Multiservizi post fusione sarà costituito da n. 16.388.535 azioni ordinarie da nominali Euro 1,00 ciascuna.

Marche Multiservizi S.p.A.	Importi
Capitale sociale ante fusione	13.484.242
Aumento capitale sociale max	<u>2.904.293</u>
Nuovo capitale sociale post fusione (max)	16.388.535

Nessun onere verrà posto a carico degli azionisti per le operazioni di concambio.

Le azioni ordinarie emesse dalla società incorporante che saranno emesse in concambio delle azioni della società incorporanda avranno godimento regolare e, pertanto, attribuiranno ai loro possessori diritti equivalenti a quelli spettanti, ai sensi di legge e di statuto, ai possessori delle azioni Marche Multiservizi in circolazione al momento della loro emissione e, quindi, alla data di efficacia della fusione.

Come indicato al paragrafo 2 del Progetto di Fusione, la data di efficacia della fusione, ai sensi dell'articolo 2504-bis, comma 2, del codice civile, potrà anche essere successiva alla data dell'ultima delle iscrizioni nel Registro delle Imprese ai sensi dell'articolo 2504, comma 2, del codice civile e sarà stabilita nell'atto di fusione.

A partire dalla data di efficacia della fusione, la società incorporante subentrerà in tutti i rapporti giuridici attivi e passivi, facenti capo alla società incorporanda.

Con riferimento a quanto previsto dall'articolo 2501-ter, comma 1, numero 6, del codice civile, le operazioni effettuate dalla società incorporanda saranno imputate al bilancio della società incorporante a decorrere dal 1° gennaio dell'anno in cui si verificherà la data di efficacia della fusione, al pari degli effetti fiscali della fusione.

Della decorrenza degli effetti contabili e fiscali sarà dato atto anche nell'atto di fusione.

Non sono previsti vantaggi particolari a favore degli amministratori delle due società.

Condizioni della fusione:

L'esecuzione della fusione e, quindi, la stipula dell'atto di fusione, è sospensivamente condizionata - oltre agli adempimenti di legge - all'avveramento, entro e non oltre i termini di seguito previsti, di tutte e ciascuna delle seguenti condizioni (le "Condizioni all'Esecuzione"):

- a) non siano stati esercitati diritti di recesso, in misura sostanziale, da parte dei soci della società incorporante entro il termine di cui all'art. 2437-bis del codice civile;
- b) entro e non oltre il termine del 15 maggio 2018, sia stato stipulato tra soci di Megas un accordo con Marche Multiservizi avente ad oggetto la cessione, a

DOTT. ANTONIO ROCCO PETRUZZI

Dottore Commercialista
Ragioniere e Perito Commerciale
Revisore Legale

Relazione ex art. 2501 – sexies Codice Civile
Progetto di fusione Marche Multiservizi S.p.a. e Megas. Net S.p.a.

quest'ultima, di azioni rappresentative di una partecipazione complessiva di n. 780.865 azioni di Marche Multiservizi post fusione; e

c) entro la data di stipula dell'atto di fusione non si sia verificato un mutamento pregiudizievole che possa alterare, anche per effetto del decorrere del tempo, il profilo economico, finanziario o patrimoniale di Megas e/o Marche Multiservizi ovvero la capacità anche di solo una delle medesime di svolgere le attività previste dal suo oggetto sociale e le relative attività accessorie e strumentali.

L'operazione di fusione è fiscalmente neutra, come confermato anche dalle relazioni illustrative (paragrafo 8) dei due Consigli di Amministrazione, ex art. 2501-quinquies c.c.

8. Rilevazioni tecniche dello scrivente esperto

Con riferimento al presente incarico lo scrivente esperto ritiene opportuno sottolineare che la finalità principale del procedimento decisionale dei Consigli di Amministrazione delle due società consiste in una stima dei valori economici relativi alle singole realtà coinvolte nel progetto, effettuata attraverso l'applicazione di criteri confrontabili anche se non omogenei, ai fini della determinazione del rapporto di cambio. Nelle valutazioni per operazioni di fusione, infatti, la finalità ultima non è tanto la determinazione dei valori assoluti del capitale economico delle realtà interessate, quanto piuttosto l'individuazione di valori **confrontabili** in sede di determinazione del rapporto di cambio. Per tale ragione le valutazioni per operazioni di fusione hanno significato unicamente nel loro profilo relativo e non possono essere assunte quali stime del valore assoluto delle società interessate per operazioni diverse dalla fusione per la quale sono state eseguite e, pertanto, non sono utilizzabili per finalità ad essa estranee.

Ciò premesso, le principali considerazioni, sotto un profilo di ragionevolezza e non arbitrarietà, sul metodo di valutazione adottato sono di seguito riportate:

- la scelta degli Amministratori di Marche Multiservizi di adottare, per la determinazione del rapporto di cambio, il metodo D.C.F. risulta in concreto, anche alla luce della prassi di mercato e delle caratteristiche dell'operazione, ragionevole e non arbitraria, ancorché non immune da limiti come di seguito meglio specificati. Inoltre, la relazione predisposta dagli Amministratori per illustrare l'operazione di fusione in esame descrive le caratteristiche della metodologia utilizzata e le modalità della sua attuazione;
- la scelta degli Amministratori di Megas di adottare, per la determinazione del rapporto di cambio, il metodo patrimoniale semplice risulta, anche alla luce della prassi di mercato e delle caratteristiche dell'operazione, ragionevole e non arbitraria, ancorché non immune da limiti come di seguito meglio specificati. Inoltre, la relazione predisposta dagli Amministratori per illustrare l'operazione di fusione in esame descrive le caratteristiche della metodologia utilizzata e le modalità della sua attuazione;
- i metodi valutativi adottati dagli *Advisor* e fatti propri dai Consigli di Amministrazione sono comunemente accettati ed utilizzati sia a livello nazionale che internazionale e sono condivisi dalla teoria finanziaria ed aziendalistica nell'ambito delle valutazioni di realtà operanti nel settore dei servizi pubblici locali;
- i criteri utilizzati dai Consigli di Amministrazione di Megas e Marche Multiservizi per la valutazione delle società coinvolte sono improntati ad un principio di omogeneità valutativa in grado, nel contempo, di esprimere valori comparabili

DOTT. ANTONIO ROCCO PETRUZZI

Dottore Commercialista
Ragioniere e Perito Commerciale
Revisore Legale

Relazione ex art. 2501 – sexies Codice Civile
Progetto di fusione Marche Multiservizi S.p.a. e Megas. Net S.p.a.

ai fini della determinazione del rapporto di cambio e di cogliere le caratteristiche specifiche di ognuna di esse;

- le valutazioni sono state predisposte in un'ottica "stand alone", ossia prescindendo da ogni considerazione concernente le possibili sinergie derivanti dalla prospettata integrazione delle attività operative delle società.

Ai fini dell'espletamento dell'incarico, lo scrivente ha svolto le seguenti principali attività:

- ha incontrato e avuto contatti telefonici con i responsabili delle società e con alcuni loro consulenti (legali, advisor periti valutativi e sindaci);
- ha esaminato in maniera critica gli elaborati di stima redatti dagli Advisor e i metodi di valutazione fatti propri dagli amministratori;
- ha verificato la completezza e la non contraddittorietà delle motivazioni indicate dai consigli di amministrazione in ordine alla scelta dei suddetti metodi;
- ha verificato la correttezza matematica dei calcoli eseguiti dagli Advisor nell'ambito del processo valutativo.

9. Difficoltà e limiti specifici incontrati dal sottoscritto nell'espletamento del presente incarico

Nella determinazione del rapporto di cambio, è necessario che:

- a) il calcolo sia sempre dimostrabile, obiettivo ed affidabile;
- b) i criteri adottati nella stima del valore delle società coinvolte nell'operazione siano confrontabili;
- c) le assunzioni alla base della stima siano sempre affidabili e credibili laddove la non affidabilità dei dati di *input* determina l'inattendibilità dei dati di *output*, indipendentemente dalla bontà del modello utilizzato;
- d) il modello di stima del valore sia affidabile quantomeno sotto l'approccio giuridico, secondo il quale i metodi finanziari sono ampiamente compatibili con la disciplina della fusione.

Lo scrivente esperto prende atto delle difficoltà e peculiarità delle valutazioni indicate dagli Amministratori e dai loro *Advisor*, trattandosi tuttavia di problematiche generalmente ricorrenti nell'ambito di processi valutativi analoghi. Qui di seguito vengono specificati alcuni principali aspetti meritevoli di attenzione.

A) PARZIALE OMOGENEITA' DELLE ENTITA' OGGETTO DI VALUTAZIONE

Le società Megas e Marche Multiservizi operano all'interno dei servizi pubblici locali, ma hanno apprezzabili differenze in termini di dimensione e di struttura. Le differenze delle due società sono state oggetto di approfondita considerazione, in particolare tenendo conto dei possibili riflessi, sia in termini di metodi di valutazione scelti, sia di analisi richieste dalle specificità in questione.

B) LIMITI INSITI NEI DATI PROVENIENTI DA ELEMENTI EMPIRICI E DI PRASSI VALUTATIVA

Le scelte ai fini valutativi che si basano su elementi empirici e di prassi valutativa dovrebbero adottare diversi parametri di riferimento e, utilizzando dati storici, dovrebbero adottare lunghe serie storiche temporali; malgrado ciò, si possono comunque rivelare incoerenti e fallaci per preconizzare sviluppi futuri, in quanto il rigore profuso dell'autore può risultare arbitrario ad altri. Non v'è dubbio che la previsione del flusso di cassa o di un'altra variabile divenga un input soggettivo.

DOTT. ANTONIO ROCCO PETRUZZI

Dottore Commercialista
Ragioniere e Perito Commerciale
Revisore Legale

Relazione ex art. 2501 – sexies Codice Civile
Progetto di fusione Marche Multiservizi S.p.a. e Megas. Net S.p.a.

C) LIMITI DEL METODO FINANZIARIO DCF

La filosofia che ispira il metodo finanziario è quella secondo la quale ogni attività possiede un valore intrinseco che può essere colto in funzione dei *cash flow* generati, della loro dinamica e della relativa rischiosità. L'azienda, può, quindi, essere considerata come un bene nel quale investire, come un'attività finanziaria, il cui valore è dato proprio dall'attualizzazione dei flussi di cassa che sarà in grado di generare. Il metodo finanziario ha il pregio di rispettare la razionalità in quanto soddisfa i principi generali delle valutazioni economiche, i quali stabiliscono che il valore di una qualsiasi attività finanziaria è funzione della dimensione dei flussi attesi, della loro distribuzione nel tempo e del rendimento offerto da impieghi alternativi caratterizzati da profilo di rischio equivalente. Il limite del metodo, però, è dato dalla numerosità delle stime richieste, che lo rendono impegnativo sul piano dell'elaborazione, riducendone l'obiettività. Il metodo finanziario (ad esempio il metodo DCF) va esaminato con maggior senso critico in quanto costruito più su valori prospettici che su valori storici e richiede un non facile confronto delle relative *assumptions* (ipotesi).

D) LIMITI INSITI NEI DATI PREVISIONALI ED ATTUARIALI

Le previsioni relative alla *performance* operativa e reddituale degli esercizi futuri, per loro natura, contengono elementi di incertezza. Non sono state effettuate, dallo scrivente esperto, autonome e separate valutazioni di nessun tipo sulla redditività attesa, in quanto non di sua competenza e non oggetto dell'incarico. I dati prospettici, essendo basati su ipotesi di eventi futuri ed azioni della società, sono caratterizzati da connaturati elementi di soggettività ed incertezza, pertanto gli scostamenti tra valori consuntivi e preventivati potrebbero essere significativi.

E) COMPLESSITA' DELLA METODOLOGIA APPLICATA E SENSIBILITA' DEI PARAMETRI APPLICATIVI

Il metodo di valutazione (DCF) suggerito dall'*Advisor* di Marche Multiservizi, condiviso dagli amministratori, ha richiesto l'applicazione di un processo valutativo articolato e complesso che ha comportato, da parte degli stessi, in particolare, il ricorso ad una pluralità di scelte nell'ambito di differenti scenari valutativi, l'adattamento dei parametri individuati e la sensibilità dei risultati alle ipotesi di lavoro formulate.

F) PROBLEMI INERENTI GLI STEP OPERATIVI DEL METODO DCF

La scelta di utilizzare il metodo del D.C.F. non è, comunque, priva di incertezze applicative, soprattutto in riferimento alle variabili da utilizzare nelle formule.

Scelta dei flussi di cassa operativi – i flussi di cassa operativi possono assumere diverse configurazioni, fra le quali:

- a) *Free Cash Flow*;
- b) *Gross Free Cash Flow* che rappresenta i flussi di cassa originati dalla gestione dell'impresa senza il ricorso a fonti esterne di finanziamento;
- c) *Free Cash Flow to equity*.

Nella determinazione dei flussi di cassa viene calcolata una tassazione forfetaria (ires e irap) sugli EBIT (marginetti operativi netti) che non tiene conto delle variazioni fiscali in aumento e in diminuzione di difficile previsione.

Scelta del tasso da applicare nella capitalizzazione del flusso finale – se è ragionevolmente ipotizzabile una crescita nel tempo del flusso finale (*terminal*

DOTT. ANTONIO ROCCO PETRUZZI

Dottore Commercialista
Ragioniere e Perito Commerciale
Revisore Legale

Relazione ex art. 2501 – sexies Codice Civile
Progetto di fusione Marche Multiservizi S.p.a. e Megas. Net S.p.a.

value), allora viene assunto un tasso di capitalizzazione di misura inferiore al tasso utilizzato per l'attualizzazione dei singoli flussi annuali dell'orizzonte analitico della previsione, ma se esistono condizioni di incertezza e rischio di rilievo con riguardo allo sviluppo temporale dei flussi in questione, il tasso di capitalizzazione viene assunto in misura pari o superiore al tasso di attualizzazione.

Definizione dell'orizzonte temporale di previsione esplicita – il periodo "n" da considerare ai fini del calcolo dei flussi di previsione deve essere esteso fino a quando la società raggiunge una posizione di equilibrio sul mercato, ossia quando l'azienda produce margini costanti, mantiene un tasso di rotazione del capitale investito costante e, pertanto, genera un tasso di rendimento sul capitale investito costante.

Previsione dei flussi di cassa per il periodo di proiezione esplicita – a tal fine bisognerebbe procedere ad una revisione critica del piano industriale aziendale, ad un allungamento del periodo di previsione, alla determinazione di flussi di cassa *unlevered*, ovvero flussi resi disponibili dalla sola attività operativa dell'azienda e destinati al servizio di tutte le fonti di capitale:
a) capitale di rischio (dividendi, rimborsi ed aumenti di capitale sociale),
b) capitale di debito oneroso (interessi, accensione e rimborso di debiti).

Determinazione del WACC – il WACC è il costo medio delle varie fonti di finanziamento aziendali. La formula matematica è la seguente:


$$\text{WACC} = W_e * K_e + W_d * K_d * (1 - t)$$

Dove:

W_e = peso attribuito al capitale proprio

K_e = costo del capitale proprio

W_d = peso attribuito al capitale di debito

K_d = costo del capitale di debito ante tassazione

t = aliquota fiscale media della società

Determinare tutte queste variabili non è sempre semplice.

Innanzitutto, per determinare la variabile **K_e** , occorre sommare il tasso privo di rischio ad un coefficiente che tenga conto del rischio di mercato (per la formula completa si rimanda al paragrafo 7.3). A tal fine esistono diversi metodi più o meno accreditati nella teoria aziendalistica. Il modello, inoltre, considera solamente il rischio di mercato, non richiedendo alcun tipo di remunerazione per il rischio privato. Una valutazione condotta mediante *real options* riconosce, invece, la presenza del rischio privato accanto al rischio reale in quanto il management ha la possibilità, davanti ad un'incertezza tecnica, di reagire scegliendo la via di fuga migliore consistente nell'abbandono di uno o più progetti in corso, nella contrazione della capacità produttiva ovvero nella non espansione della stessa, nel differimento dell'investimento e così via. Comunque, nel caso di Marche Multiservizi la variabile K_e non è influenzata in maniera rilevante dal rischio privato.

Il parametro **K_d** è generalmente stimato facendo riferimento al rendimento a scadenza del debito della società. Anche in tal caso ci sono diverse soluzioni: se la società ha titoli di debito emessi e collocati sul mercato, si tratta di convertire i prezzi dei titoli in tassi di rendimento, altrimenti, come nel caso in

DOTT. ANTONIO ROCCO PETRUZZI

Dottore Commercialista
Ragioniere e Perito Commerciale
Revisore Legale

Relazione ex art. 2501 – sexies Codice Civile
Progetto di fusione Marche Multiservizi S.p.a. e Megas. Net S.p.a.

esame, si dovrebbe fare riferimento ai tassi di mercato per classi di debito aventi simili profili di rischio a quelli della società oggetto di valutazione.

Il tasso di attualizzazione, inoltre, non tiene conto dei mutamenti che nel tempo la struttura di rischio aziendale subisce. I flussi di cassa più lontani nel tempo sono anche quelli più rischiosi da valutare.

Stima del Terminal Value – esistono diversi metodi alternativi per determinare tale grandezza:

- a) capitalizzazione illimitata del reddito operativo netto;
- b) impiego dei moltiplicatori empirici;
- c) capitalizzazione del flusso finanziario prospettico medio (metodo scelto nel caso di specie).

Calcolo dei valori dei surplus asset - si tratta di attività accessorie non strategiche o strumentali quali immobili non strumentali, imposte differite o altre attività non strumentali, i cui flussi devono essere eliminati per il calcolo del valore operativo.

Questi elementi devono, inoltre, essere considerati al loro valore di mercato.

Calcolo del valore della posizione finanziaria netta – tale valore va sommato algebricamente all' *Enterprise Value*.

Le **partecipazioni** vanno valutate separatamente al loro valore corrente di mercato. A riguardo, si rileva che Marche Multiservizi ha valutato la partecipazione più consistente (quella in Hera Comm Marche srl) in funzione del suo prezzo di cessione (18,5 milioni al netto dell'effetto fiscale di 0,2 milioni per un netto di 18,3 milioni), mentre le altre partecipazioni sono state valutate a *book value* (valore contabile già al netto dei fondi svalutazione).



G) LIMITI DEL METODO PATRIMONIALE

Il limite principale del metodo patrimoniale è la soggettività di chi effettua le valutazioni. La maggiorparte delle voci di bilancio sono state considerate per il loro valore netto contabile, opportunamente giustificate e documentate dall'Advisor di Megas. In particolare, per la stessa società, alcune voci del bilancio, ad esempio i fondi per rischi e oneri, sono di difficile valutazione in quanto legate al futuro sviluppo di cause legali di difficile previsione anche da parte dei consulenti legali.

H) CRITERI DI VALUTAZIONE DIVERSI

In merito a questo limite si rimanda a quanto già detto nel paragrafo 7.2.

10. Considerazioni finali sul rapporto di cambio individuato e deliberato dagli Amministratori di Megas. Net Spa e dagli Amministratori di Marche Multiservizi Spa – Conclusioni

In conclusione, lo scrivente esperto ha svolto un esame critico del processo di stima effettuato dagli organi amministrativi per la determinazione del valore delle società partecipanti alla fusione e del rapporto di cambio, già descritto nei precedenti paragrafi della presente relazione. Le principali considerazioni dell'esperto riguardo a tali profili sono le seguenti:

- i metodi valutativi adottati dagli Organi amministrativi, nonostante i loro limiti, sono largamente diffusi nella prassi professionale italiana e internazionale, hanno consolidate basi dottrinali e si basano su parametri determinati attraverso un processo metodologico di generale accettazione;

DOTT. ANTONIO ROCCO PETRUZZI

Dottore Commercialista
Ragioniere e Perito Commerciale
Revisore Legale

Relazione ex art. 2501 – sexies Codice Civile
Progetto di fusione Marche Multiservizi S.p.a. e Megas. Net S.p.a.

- i predetti metodi valutativi appaiono, comunque, adeguati nella fattispecie, in considerazione delle caratteristiche delle società interessate dall'operazione di fusione;
- l'impianto metodologico adottato è idoneo a esprimere valori comparabili ai fini del concambio e a cogliere le caratteristiche specifiche delle società coinvolte nell'operazione;
- conformemente al contesto valutativo di riferimento, le valutazioni sono state effettuate in un'ottica *stand alone*, ossia prescindendo da ogni considerazione concernente le possibili sinergie derivanti dalla fusione;
- in conformità con le indicazioni della prassi professionale, gli amministratori di Marche Multiservizi hanno adottato, nell'ambito di un unitario processo di stima, più di un metodo di valutazione.

Attraverso l'applicazione di quanto illustrato in precedenza, gli Amministratori delle società sono giunti alla determinazione del rapporto di cambio condiviso:

n. 1 azione ordinaria di Marche Multiservizi Spa del valore nominale di € 1,00 per ogni 11,3259 azioni ordinarie di Megas.Net Spa del valore nominale di € 1,00 ciascuna.

Sulla base della documentazione esaminata e delle procedure sopra indicate, e tenuto conto della natura e portata del lavoro svolto, come illustrati nella presente relazione, **lo scrivente esperto esprime il parere che i metodi di valutazione adottati dagli Amministratori di Megas. Net Spa e di Marche Multiservizi Spa**, anche in esito alle indicazioni degli *advisor*, sono **adeguati**, in quanto nella circostanza complessivamente e mediamente **ragionevoli e non arbitrari**, e che gli stessi sono stati **correttamente applicati ai fini della determinazione del rapporto di cambio** espresso e deliberato nel progetto di fusione, ed **esprime quindi altresì il parere di congruità del rapporto di cambio proposto.**

Pesaro, lì 29 gennaio 2018

IN FEDE

Antonio Rocco Petruzzi

