

RELAZIONE DEGLI ESPERTI

DOTT. MARCO LOMBARDI

DOTT. LEONARDO QUAGLIOTTI

DOTT. LORENZO BONI

**AI SENSI E PER GLI EFFETTI DELL'ARTICOLO 2501-
SEXIES DEL CODICE CIVILE**

A handwritten signature in black ink, appearing to be 'L. Boni', is located in the bottom right corner of the page.

Sommario

I. MOTIVO E OGGETTO DELL'INCARICO	3
2. NATURA E PORTATA DELLA PRESENTE RELAZIONE	4
3. DESCRIZIONE DELL'OPERAZIONE	6
4. DOCUMENTAZIONE UTILIZZATA	14
5. METODI DI VALUTAZIONE ADOTTATI DAGLI AMMINISTRATORI PER LA DETERMINAZIONE DEL RAPPORTO DI CAMBIO	21
5.1 CONSIDERAZIONI METODOLOGICHE GENERALI	21
5.2 DESCRIZIONE DEI METODI	22
5.2.1 METODI PATRIMONIALI	22
5.2.2 METODI REDDITUALI	23
5.2.3 METODI PATRIMONIALI MISTI PATRIMONIALI REDDITUALI	26
5.2.4 METODI EMPIRICI	28
5.2.5 METODI FINANZIARI	29
5.3. LA SCELTA DEL METODO DI VALUTAZIONE	30
6. DIFFICOLTA' DI VALUTAZIONE INCONTRATE DAGLI AMMINISTRATORI	31
7. RISULTATI EMERSI DALLA VALUTAZIONE EFFETTUATA DAGLI AMMINISTRATORI	33
7.1 RISULTATI EMERSI DALLA VALUTAZIONE EFFETTUATA DAGLI AMMINISTRATORI DI QUADRIFOGLIO SPA	33
7.2 RISULTATI EMERSI DALLA VALUTAZIONE EFFETTUATA DAGLI AMMINISTRATORI DI PUBLIAMBIENTE SPA	34
7.3. RISULTATI EMERSI DALLA VALUTAZIONE EFFETTUATA DAGLI AMMINISTRATORI DI ASM SPA	35
7.4. RISULTATI EMERSI DALLA VALUTAZIONE EFFETTUATA DAGLI AMMINISTRATORI DI CIS SRL	35
7.5 DETERMINAZIONE DEL RAPPORTO DI CAMBIO DAGLI AMMINISTRATORI DELLE QUATTRO SOCIETA'	36
8. IL LAVORO SVOLTO DAI SOTTOSCRITTI	38
9. SULL'ADEGUATEZZA DEI METODI UTILIZZATI E LA VALIDITÀ DELLE STIME PRODOTTI	40
9.1 PRINCIPI DI VALUTAZIONE ADOTTATI	40
9.2 ELENCO DOCUMENTI REVISIONATI	43
9.3 DESCRIZIONE DELLE AZIONI OGGETTO DI CONCAMBIO	45
9.4 IL METODO DI VALUTAZIONE – IL METODO PATRIMONIALE SEMPLICE RETTIFICATO	53
9.5 IL METODO REDDITUALE	63
10. CRITICITA, INCERTEZZE E LIMITI SPECIFICI INCONTRATI DAI SOTTOSCRITTI NELL'ESPLETAMENTO DELL'INCARICO	67
11. CONCLUSIONI	72
	2

I. MOTIVO E OGGETTO DELL'INCARICO

A seguito di istanza di nomina sottoscritta congiuntamente da Quadrifoglio Spa (di seguito "Quadrifoglio" o "Società Incorporante"), Publiambiente Spa (di seguito "Publiambiente" o "Società Incorporanda"), Ambiente Servizi Mobilità Spa (di seguito "ASM" o "Società incorporanda"), CIS Srl (di seguito "CIS" o "Società incorporanda") (congiuntamente "Società" o "Società partecipanti alla fusione"), i sottoscritti Dott. Marco Lombardi, Dott. Leonardo Quagliotti, Dott. Lorenzo Boni (di seguito "Collegio" o "Esperti") hanno ricevuto dal Tribunale di Firenze, con decreto di nomina del 15.6.2016, l'incarico di redigere, in qualità di collegio di esperti, ai sensi e per gli effetti dell'art. 2501-*sexies* del Codice Civile, la relazione comune sulla congruità del rapporto di cambio (di seguito "Relazione") nell'ambito dell'operazione di fusione per incorporazione, con contestuale cambio di denominazione, di Publiambiente, ASM e CIS in Quadrifoglio (di seguito "Fusione" o "Operazione").

A tal fine abbiamo ricevuto dai Consigli di Amministrazione delle Società (di seguito anche "Amministratori") il Progetto di Fusione redatto ai sensi dell'art. 2501-*ter* del Codice Civile, regolarmente approvato dai rispettivi Consigli, corredato dalle apposite Relazioni degli Amministratori, che illustrano e giustificano, sotto il profilo giuridico ed economico, il Progetto di Fusione e, in particolare, il Rapporto di

Cambio fra le azioni delle Società, nonché i criteri di determinazione dello stesso, ai sensi dell'art. 2501-*quinquies* del Codice Civile (di seguito anche "Relazioni").

Inoltre abbiamo ricevuto dagli Amministratori le Situazioni Patrimoniali prese a riferimento per la Fusione (di seguito "Situazioni Patrimoniali"), ai sensi dell'art. 2501-*quater* Codice Civile.

Al riguardo gli Amministratori hanno utilizzato quali Situazioni Patrimoniali, quelle risultanti dalle Relazioni Finanziarie semestrali al 30.6.2016 delle Società, regolarmente approvate dai rispettivi Consigli di Amministrazione e sottoposte a revisione contabile limitata in conformità al principio di revisione internazionale "ISRE 2410".

Il progetto di fusione sarà sottoposto all'approvazione delle assemblee straordinarie di tutte le Società convocate per il giorno 23.12.2016.

Tali assemblee saranno precedute dall'approvazione dell'Operazione da parte dei Consigli dei Comuni soci.

2. NATURA E PORTATA DELLA PRESENTE RELAZIONE

Al fine di fornire agli azionisti di Quadrifoglio, Publiambiente e ASM ed ai soci di CIS idonee informazioni sul rapporto di cambio, la presente Relazione indica i metodi seguiti dagli Amministratori delle Società per la sua determinazione e le difficoltà di valutazione incontrate dagli stessi; essa contiene altresì la nostra

valutazione sull'adeguatezza nella circostanza di tali metodi, sotto il profilo della ragionevolezza e non arbitrarietà, sull'importanza relativa attribuita dagli Amministratori a ciascuno di essi, nonché sulla loro corretta applicazione.

Nell'esaminare i metodi di valutazione adottati dagli Amministratori non abbiamo effettuato una valutazione economica delle Società.

Tale valutazione è stata svolta esclusivamente dagli amministratori, avuto riguardo anche alle indicazioni dei consulenti dagli stessi incaricati (di seguito "Consulenti" o "Advisor").

Al riguardo KPMG Advisory Spa (di seguito KPMG) è risultata aggiudicataria della procedura aperta per la selezione dell'advisor economico/finanziario e legale dell'Operazione.

Il documento valutativo predisposto dall'Advisor finalizzato a supportare gli Amministratori nella determinazione del rapporto di cambio, è stato rilasciato in data 18.10.2016.

L'Advisor ha inoltre rilasciato in data 21.11.2016 un documento di *Addendum*, precedentemente trasmesso in bozza alle Società, che fornisce un'analisi di simulazione del valore economico generale del Gestore Unico *post* fusione, sulla base del *Business Plan* elaborato dal *management* delle Società, il cui estratto è riportato in allegato alle relative Relazioni.

Le procedure descritte nella presente Relazione sono state da noi effettuate al solo scopo di esprimere un giudizio sui metodi di valutazione adottati dagli

Amministratori delle Società per determinare il rapporto di cambio e pertanto:

- non hanno alcuna validità per finalità diverse;
- non costituiscono in alcun modo una valutazione di merito sull'opportunità dell'Operazione di Fusione, né sulle motivazioni della stessa espresse nelle Relazioni degli Amministratori.

Ci siamo invece strettamente attenuti a quanto previsto dai Principi Italiani di Valutazione (PIV), pubblicati dall'Organismi Italiano di Valutazione nel luglio 2015 ed entrati in vigore a decorrere dal 1° gennaio 2016, secondo cui (PIV III.1.6.) *“un parere di congruità richiesto ai sensi di legge costituisce un parere di metodo (congruità funzionale) finalizzato ad esprimere un giudizio di ragionevolezza e non arbitrarietà dei criteri e delle metodologie sulla base delle quali gli amministratori e i loro consulenti si sono basati per determinare il rapporto di cambio. Un parere di congruità richiesto ai sensi di legge non costituisce pertanto una valutazione”*.

3. DESCRIZIONE DELL'OPERAZIONE

L'operazione di fusione per incorporazione tra le società Quadrifoglio, Publiambiente, ASM e CIS, come evidenziato dai Consigli di Amministrazione delle quattro società all'interno delle Relazioni ex articolo 2501-*quinquies* del Codice Civile *“ ... rappresenta dunque l'atto finale non solo del percorso di Gara, ma anche di un processo che consentirà di raggiungere una maggiore efficienza gestionale ed*

operativa del servizio di gestione dei rifiuti urbani, aggregando i componenti dell'RTI in un'unica società-gestore dell'intero ATO Toscana Centro".

Prima di soffermarsi sull'*iter* che ha portato alla aggiudicazione della gara da parte delle suddette società, il sottoscritto Collegio Peritale riporta qui di seguito i principali dati delle quattro società aggiornati alla data di predisposizione della presente Relazione:

QUADRIFOGLIO SPA

Società Incorporante: Quadrifoglio

Denominazione Sociale	Quadrifoglio S.p.A.
Descrizione	<ul style="list-style-type: none">▪ Quadrifoglio è la Società che gestisce i servizi di igiene urbana nell'area fiorentina (l'area servita è di oltre 900 km² con ca. 650 mila abitanti, per una produzione media annua di circa 410.000 tonnellate di rifiuti).▪ L'attività principale della Società consiste nei servizi di raccolta, smaltimento, riciclo, compostaggio e recupero anche energetico di rifiuti solidi urbani, speciali e pericolosi, nonché spazzamento stradale e altri servizi dedicati ai cittadini e alle imprese.▪ Al 2015 la Società ha un organico di ca. 1000 dipendenti e dispone di ca. 600 veicoli.

Sede Legale	Firenze (FI), Via Baccio da Montelupo 52, CAP 50142
Partita Iva	04855090488
Numero R.E.A.	FI- 491894
Capitale sociale	61.089.246,00 i.v.

Soci	Numero azioni	% Capitale
Comune di Firenze	50.263.867	82,28%
Consiag S.p.A.	2.791.915	4,57%
Comune di Sesto Fiorentino	1.693.672	2,77%
Comune di Campi Bisenzio	1.420.876	2,33%
Comune di Signa	77.434	0,13%
Comune di Calenzano	363.275	0,59%
Comune di Fiesole	428.591	0,70%
Comune di Bagno a Ripoli	731.293	1,20%
Comune di Greve in Chianti	411.544	0,67%
Comune di Scandicci	1.297.064	2,12%

Comune di Tavarnelle di Val Pesa	319.964	0,52%
Comune di Impruneta	633.798	1,04%
Comune di San Casciano Val di Pesa	655.953	1,07%
Totale	61.089.246	100%

PUBLIAMBIENTE SPA

Società Incorporanda: Publiambiente

Denominazione Sociale	Publiambiente S.p.A.		
Descrizione	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Publiambiente S.p.A. è la Società del gruppo Publiservizi che gestisce i servizi ambientali in 26 comuni della Toscana, compresi tra le Province di Firenze e Pistoia, servendo un bacino superiore ai 422 mila abitanti. ▪ La Società al 2015 ha un organico di ca. 382 dipendenti. 		
Sede Legale	Empoli (FI), Via Garigliano 1, CAP 50053		
Partita Iva	05038490487		
Numero R.E.A.	FI- 513882		
Capitale sociale	10.103.378,04 i.v.		
Soci	Numero azioni	% Capitale	
Publiservizi S.p.A.	1.958.019		100%
Totale	1.958.019		100%

ASM S.p.A.

Società Incorporanda: ASM

Denominazione Sociale	ASM S.p.A.		
Descrizione	<ul style="list-style-type: none"> ▪ ASM è la Società che gestisce il ciclo integrato dei rifiuti sull'intera provincia di Prato. ▪ ASM serve circa 254 mila abitanti su di un'area complessiva di 365 Kmq. ▪ La Società al 2015 ha un organico di ca. 287 dipendenti. 		
Sede Legale	Prato (PO), Via Paronese 104/10, CAP 59100		
Partita Iva	00516350972		
Numero R.E.A.	PO – 80147		
Capitale sociale	16.000.000,00 i.v.		
Soci	Numero azioni	% Capitale	
Comune di Prato	15.968.066		99,8%
Comune di Cantagallo	2.111		0,01%
Comune di Carmignano	6.400		0,04%
Comune di Montemurlo	11.776		0,07%
Comune di Poggio a Caiano	4.416		0,03%

Comune di Vaiano	4.863	0,03%
Comune di Vernio	2.368	0,01%
Totale	16.000.000	100%

CIS S.r.l.

Società Incorporanda: CIS

Denominazione Sociale	CIS S.r.l.
Descrizione	<ul style="list-style-type: none"> ▪ La Società CIS ha per oggetto principalmente la gestione dei servizi di igiene urbana ed ambientale. ▪ CIS opera nel rispetto degli indirizzi dell'ATO Toscana Centro, per la promozione di un sistema integrato di gestione dei rifiuti basato sull'incremento della raccolta differenziata. ▪ La Società nel 2015 ha un organico di ca. 89 dipendenti.
Sede Legale	Montale (PT), Via Walter Tobagi 16, CAP 51037
Partita Iva	01571730470
Numero R.E.A.	PT- 160962
Capitale sociale	1.500.000,00 i.v.

Soci	Numero Quote	% Capitale
CIS S.p.A.	1.500.000	100%
Totale	1.500.000	100%

Quadrifoglio, Publiambiente, ASM e CIS, sono società di gestione dei servizi pubblici locali di igiene ambientale nei territori di riferimento e sono partecipate direttamente o indirettamente dalla maggioranza dei Comuni rappresentati nell'Autorità ATO Toscana Centro (di seguito "ATO"), ente istituito per la gestione integrata dei rifiuti urbani nell'Ambito Territoriale Ottimale Toscana Centro, comprendente le provincie di Firenze, Prato e Pistoia.

Con il Decreto Legislativo del 3.4.2006, n. 152 recante “*Norme in materia ambientale*” e con la successiva pubblicazione del Decreto Legislativo n. 205/2010, in Italia si è dato avvio ad un organico adeguamento a quanto previsto dalle disposizioni comunitarie in materia di gestione dei rifiuti, con particolare riguardo agli indirizzi definiti nella Direttiva Europea 2008/98/CE.

La Regione Toscana con Legge Regionale del 22 novembre 2007 n. 61, ha dato impulso all’aggregazione della molteplicità di soggetti operanti nei Comuni del proprio territorio, in particolare con la previsione dell’art. 26 di individuare un “unico gestore del ciclo integrato dei rifiuti” per ogni ambito territoriale ottimale.

Coerentemente con tale contesto normativo regionale, nazionale e sovranazionale, le Società, su impulso dei soci di riferimento, hanno da tempo sviluppato intendimenti ed avviato ipotesi e progetti per realizzare la loro aggregazione operativa al fine di consolidare i rami aziendali di produzione dei servizi ambientali in un unico soggetto, riunendosi in un Raggruppamento Temporaneo di imprese (di seguito RTI) per concorrere all’aggiudicazione della “Procedura ristretta per l’affidamento in concessione del servizio di gestione integrata dei rifiuti urbani e assimilati – ATO Toscana Centro”.

Il RTI si è aggiudicato in via definitiva la concessione ventennale in questione che riguarda i servizi ambientali nei 68 Comuni compresi nell’area Firenze-Prato-Pistoia, dove risiedono oltre 1,5 milioni di abitanti, distribuiti su una superficie di 8.884 kmq.

A seguito di tale esito della gara, giusta Determinazione dell’ATO n. 67 assunta in

data 8 luglio 2016, le Società sulla base di accordi precedenti (Lettera d'intenti fra le Società del 5.1.2013 e protocollo di accordo tra i Comuni soci del 26.2.2013), hanno deciso di intraprendere un'operazione di aggregazione mediante fusione, come previsto dalla Lex Specialis di Gara, al fine di costituire una Società quale unica affidataria della gestione dei servizi di gestione rifiuti oggetto della gara, che detenga i principali *assets* patrimoniali ed impiantistici a servizio della gestione d'ambito, per conseguire i principali seguenti obiettivi:

- efficientamento della gestione complessiva del ciclo integrato dei rifiuti nell'area di riferimento, creando sinergie funzionali ed operative, ottimizzando i costi e consentendo di razionalizzare la gestione delle risorse organizzative e produttive;
- salvaguardia delle esperienze e del *know how* tecnico-gestionale delle Società e dei livelli qualitativi dei servizi erogati, continuando ad assicurare al territorio opportunità di lavoro, occupazione e crescita economica;
- rafforzamento delle strutture industriali e patrimoniali esistenti, accrescendo la dimensione d'impresa delle attuali realtà produttive locali e dunque la capacità di competere e stare sul mercato;
- valorizzazione delle partecipazioni e delle risorse investite negli anni dalle Amministrazioni comunali nello sviluppo delle aziende territoriali anche nell'ottica del raggiungimento dell'autosufficienza d'ambito nello smaltimento/trattamento dei rifiuti;
- realizzazione di economie di scala nell'interesse dei cittadini e dell'utenza di

riferimento, conseguendo riduzioni di costi che possano tradursi in livelli di tariffe/tributi sostenibili in ragione della qualità dei servizi di igiene ambientale offerti.

I consigli di amministrazione delle Società hanno approvato il progetto di fusione che prevede l'incorporazione di Publiambiente, ASM e CIS in Quadrifoglio, che assumerà la denominazione "ALIA Servizi Ambientali S.p.A." (di seguito ALIA), adottando un nuovo testo di statuto sociale.

La fusione sarà eseguita attraverso un aumento di capitale per complessivi **Euro 24.287.606,00** deliberato dalla società Incorporante, mediante emissione di nuove azioni da assegnarsi ai soci delle società Incorporande sulla base del seguente rapporto di cambio:

- n. 9.463.106 azioni di categoria "B" di ALIA per le n. 1.958.019 azioni ordinarie di Publiambiente, da concambiare per il rapporto di 4,833 azioni di ALIA per ogni azione Publiambiente;

- n. 13.728.000 azioni di categoria "C" di ALIA per le n. 16.000.000 azioni ordinarie di ASM, da concambiare per il rapporto di 0,858 azioni di ALIA per ogni azione ASM;

- n. 1.096.500 azioni di categoria "D" di ALIA per le n. 1.500.000 quote di CIS, da concambiare per il rapporto di 0,731 azioni di ALIA per ogni Euro 1,00 di capitale sociale nominale di CIS.

Le azioni della società incorporante, a loro volta, saranno convertite con azioni di

nuova emissione di categoria "A" di ALIA, previo loro annullamento e sostituzione.

Non è previsto alcun conguaglio in denaro.

Gli effetti della fusione decorreranno, ai sensi dell'art. 2504-*bis* del Codice Civile, dalla data indicata nell'atto di fusione, che potrà anche essere successiva a quella di esecuzione dell'ultima delle iscrizioni previste dall'art. 2504 del Codice Civile.

Gli effetti contabili e fiscali della fusione, decorreranno invece dal primo giorno dell'anno in cui la fusione avrà efficacia.

Dal Progetto di Fusione e dalle Relazioni risulta che il rapporto di cambio, inteso come rapporto idoneo ad esprimere il peso reciproco delle Società partecipanti alla Fusione è determinato sulla base dell'applicazione del metodo patrimoniale semplice rettificato.

Al fine di adottare un modello di *governance* che tenga conto oltre che dei valori degli apporti patrimoniali delle singole società, anche dell'esigenza di assicurare un'adeguata rappresentatività ai soci, in ragione delle popolazioni e territori di riferimento, le quattro categorie di azioni soprariportate, risultano dotate di diritti di voto potenziati (attraverso il meccanismo dell'attribuzione di diritto di voto plurimo diversificato alle azioni di categoria "B", "C" e "D", assegnate ai soci di Publiambiente, ASM, CIS) o depotenziati (alle azioni di categoria "A" assegnate ai soci di Quadrifoglio) su determinate materie (adozione degli indirizzi per la redazione del piano strategico, adozione delle linee guida per l'erogazione dei servizi al territorio, acquisto di partecipazioni in società operanti al di fuori del territorio della

Regione Toscana), riconoscendo, per tale via, ad ogni socio diritti di voto in linea con le percentuali detenute da ciascuna società nel RTI, a loro volta determinate sulla base del rapporto territoriale.

Per la medesima finalità viene attribuita a ciascuna categoria di azioni anche la possibilità di esprimere e/o concorrere alla nomina degli organi sociali, ricorrendo al sistema di assemblee speciali chiamate ad eleggere i membri di propria spettanza.

Nel protocollo di accordo del 26.02.2013, tra i soggetti interessati, si dà atto che vi possano essere, *“meccanismi e gli strumenti per eventuali riequilibri delle partecipazioni al capitale sociale in ordine a differenze che dovessero emergere a seguito di verifiche, da effettuarsi nel più breve periodo di tempo possibile, sull’andamento ed effettiva congruità di alcune poste patrimoniali conferite quali: fondo svalutazione crediti; Oneri/Proventi da contenziosi fiscali e giuslavoristici; Sopravvenienze Attive/Passive derivanti da poste patrimoniali diverse da impianti, immobili, mezzi ed attrezzatura operativa; Plusvalenze/Minusvalenze derivanti da eventuali cessioni di partecipazioni in società direttamente riferire alla gestione dei rifiuti o strumentali alle attività correlate, alienate nel periodo di tempo di cui sopra.”*

4. DOCUMENTAZIONE UTILIZZATA

Ai fini di procedere alla predisposizione del presente parere di congruità, i sottoscritti periti, anche in considerazione delle esplicite previsioni dei P.I.V. in materia,

ritengono di dovere analiticamente evidenziare la “base informativa” utilizzata nello svolgimento del proprio incarico.

Il P.I.V. I.5.1. evidenzia espressamente quanto segue:

“La valutazione deve esprimere un giudizio informato. L’esperto deve dunque precisare la base informativa di cui ha fatto uso e le eventuali limitazioni rilevate. La base informativa deve risultare ragionevolmente obiettiva e completa. Un giudizio informato presuppone che l’esperto svolga una analisi della base informativa a disposizione con il necessario spirito critico.”

In estrema sintesi, i requisiti fondamentali che la base informativa deve possedere sono:

Completezza: la base informativa può definirsi completa quando la stessa non risulta carente di informazioni ritenute rilevanti ai fini della valutazione. In caso di criticità dovranno essere identificati quali sono le informazioni a cui gli esperti non hanno avuto accesso, dettagliando il tutto nella perizia;

Coerenza: è fondamentale che vi sia una corrispondenza tra i vari input informativi e che pertanto la base informativa messa a disposizione sia adeguata e coerente al metodo di stima prescelto, alla configurazione di valore da adottare e alla finalità della stima;

Obiettività ed attendibilità: la base informativa deve comprendere le migliori informazioni acquisibili alla data di riferimento della valutazione ed in tale senso l’esperto deve adottare un approccio critico che consiste in una accurata

disamina delle informazioni, al fine di verificarne la bontà e la attendibilità in base alla propria esperienza professionale, al buon senso ed alle proprie conoscenze.

Nello svolgimento dell'incarico abbiamo ottenuto dalle Società partecipanti alla Fusione le informazioni e i documenti ritenuti utili nella fattispecie. A tal fine abbiamo analizzato la documentazione messa a nostra disposizione e in particolare:

a. Il Progetto di Fusione redatto il 24 ottobre 2016 ai sensi dell'art. 2501-ter c.c., che propone il seguente Rapporto di Cambio, oggetto, unitamente alle Relazioni, del presente parere di congruità:

n. 9.463.106 azioni di categoria "B" di ALIA per le n. 1.958.019 azioni ordinarie di Publiambiente, da concambiare per il rapporto di 4,833 azioni di ALIA per ogni azione Publiambiente;

n. 13.728.000 azioni di categoria "C" di ALIA per le n. 16.000.000 azioni ordinarie di ASM, da concambiare per il rapporto di 0,858 azioni di ALIA per ogni azione ASM;

n. 1.096.500 azioni di categoria "D" di ALIA per le n. 1.500.000 quote di CIS, da concambiare per il rapporto di 0,731 azioni di ALIA per ogni Euro 1,00 di capitale sociale nominale di CIS.

Le azioni della società incorporante, a loro volta, saranno convertite con azioni di nuova emissione di categoria "A" di ALIA, previo loro annullamento e sostituzione.

- b. La relazione del Consiglio di Amministrazione di Quadrifoglio, predisposta ai sensi dell'art. 2501-*quinquies* c.c., denominata "*Relazione del Consiglio di Amministrazione di Quadrifoglio S.p.A. sul Progetto di Fusione per incorporazione di Publiambiente S.p.A., ASM S.p.A. e CIS S.r.l. in Quadrifoglio S.p.A. che assume la denominazione di ALIA Servizi Ambientali S.p.A.*", datata 21 Novembre 2016.
- c. La relazione del Consiglio di Amministrazione di Publiambiente, predisposta ai sensi dell'art. 2501-*quinquies* c.c., denominata "*Relazione del Consiglio di Amministrazione di Publiambiente S.p.A. sul Progetto di Fusione per incorporazione di Publiambiente S.p.A., ASM S.p.A. e CIS S.r.l. in Quadrifoglio S.p.A. che assume la denominazione di ALIA Servizi Ambientali S.p.A.*", datata 21 novembre 2016;
- d. La relazione del Consiglio di Amministrazione di ASM, predisposta ai sensi dell'art. 2501-*quinquies* c.c., denominata "*Relazione del Consiglio di Amministrazione di ASM S.p.A. sul Progetto di Fusione per incorporazione di Publiambiente S.p.A., ASM S.p.A. e CIS S.r.l. in Quadrifoglio S.p.A. che assume la denominazione di ALIA Servizi Ambientali S.p.A.*", datata 16 novembre 2016;
- e. La relazione del Consiglio di Amministrazione di CIS, predisposta ai sensi dell'art. 2501-*quinquies* c.c., denominata "*Relazione del Consiglio di Amministrazione di CIS S.r.l. sul Progetto di Fusione per incorporazione di Publiambiente S.p.A., ASM S.p.A. e CIS S.r.l. in Quadrifoglio S.p.A. che assume la denominazione di ALIA Servizi Ambientali S.p.A.*", datata 21 Novembre 2016.

f. La seguente ulteriore documentazione:

- L'istanza di nomina dell'esperto comune ai sensi dell'art. 2501-*sexies* del Codice Civile, presentata in data 13.5.2016 al Tribunale di Firenze e relativo provvedimento di nomina del Collegio Peritale datato 15.6.2016 e depositato presso la Cancelleria del Tribunale di Firenze in data 21.6.2016.
- Le situazioni patrimoniali al 30.6.2016 delle Società, redatte ai sensi dell'art. 2501-*quater* Codice Civile.
- Il documento valutativo predisposto dall'*Advisor* KPMG finalizzato a supportare gli Amministratori nella determinazione del rapporto di cambio, nell'ambito dell'Operazione di Fusione, rilasciato in data 18.10.2016.
- I Bilanci di esercizio delle Società partecipanti alla fusione degli anni 2013, 2014 e 2015, tutti regolarmente approvati ed assoggettati a revisione legale e/o volontaria.
- Le situazioni contabili gestionali in forma analitica delle Società partecipanti alla Fusione riferite alla data del 31.12.2015 e 30.6.2016.
- I dati registrati negli archivi della Centrale Rischi della Banca d'Italia a nome delle Società partecipanti alla Fusione fino al 30.9.2016.
- I Bilanci di esercizio delle Società controllate e collegate alle Società partecipanti alla fusione dell'anno 2015.
- I verbali dei Consigli di Amministrazione delle Società, aventi ad oggetto l'approvazione del progetto di Fusione e delle rispettive Relazioni di Fusione.

- Lo Statuto della società risultante dalla fusione ed i patti parasociali da sottoscrivere da parte dei soci di riferimento.
- Il *Business Plan* elaborato dal *management* delle Società il cui estratto è stato allegato alle relative Relazioni.
- Il documento di *Addendum* rilasciato dall'*Advisor* in data 21.11.2016, precedentemente anticipato in bozza, che fornisce un'analisi di simulazione del valore economico generale del Gestore Unico *post* fusione.
- Le relazioni attestanti l'assenza di *surplus assets* nelle Società partecipanti alla fusione.
- La Lettera d'intenti concordata fra le Società del 5.1.2013 e il Protocollo di accordo tra i Comuni soci del 26.2.2013, per l'aggregazione delle aziende territoriali di gestione dei rifiuti dei Comuni rappresentati nell'Autorità "ATO Toscana Centro".
- La lettera d'invito alle Società costituenti il RTI costituito per concorrere all'aggiudicazione della "Procedura ristretta per l'affidamento in concessione del servizio di gestione integrata dei rifiuti urbani e assimilati – ATO Toscana Centro".
- Il Contratto di servizio per la gestione integrata dei rifiuti urbani – ATO Toscana Centro".
- Il dettaglio di correlazione tra il BP e l'Offerta di Gara del 18 Novembre 2016
- Le informazioni e i documenti integrativi contabili, extracontabili e gestionali, ritenuti utili per il raggiungimento delle finalità dell'incarico.

Abbiamo inoltre ottenuto specifica ed espressa attestazione da parte degli Amministratori che, per quanto a loro conoscenza, alla data della presente relazione, non sono intervenute variazioni rilevanti, né fatti o circostanze che rendano opportune modifiche significative ai dati e alle informazioni presi in considerazione nello svolgimento delle nostre analisi e/o che potrebbero avere impatti significativi sulle valutazioni effettuate per quanto riguarda la determinazione della congruità del rapporto di cambio.

Lo svolgimento dell'incarico non ha comportato alcuna attività di *due diligence* sulle società, né di revisione contabile sui relativi bilanci (per altro sottoposti a revisione contabile).

Le situazioni patrimoniali di fusione al 30.6.2016 sono state sottoposte a revisione contabile limitata in conformità al principio di revisione internazionale "ISRE 2410 – *Review of Interim Financial Information Performed by the Independent Auditor of the Entity*".

In esito a tale attività di revisione tutti i soggetti incaricati dalle diverse società hanno conclusivamente affermato di non aver rilevato elementi che facciano ritenere che i bilanci intermedi al 30.6.2016, non forniscano una rappresentazione veritiera e corretta della situazione patrimoniale e finanziaria, del risultato economico delle società, in conformità al principio contabile OIC 30.

Nello svolgimento dell'incarico abbiamo confidato sulla veridicità e completezza dei dati, stime e informazioni forniteci, senza effettuare alcuna verifica autonoma e

indipendente di tali dati e informazioni, di cui le Società si assumono pertanto piena responsabilità.

5. METODI DI VALUTAZIONE ADOTTATI DAGLI AMMINISTRATORI PER LA DETERMINAZIONE DEL RAPPORTO DI CAMBIO

5.1 CONSIDERAZIONI METODOLOGICHE GENERALI

La valutazione di un'azienda consiste in un processo finalizzato all'individuazione del suo valore tramite l'utilizzo di uno o più metodi specifici. La dottrina e la prassi professionale hanno sviluppato criteri (e metodologie) che riscontrano generale accettazione presso gli operatori. Questi criteri si differenziano tra loro in quanto pongono l'enfasi su aspetti diversi dell'azienda da valutare. Essi, inoltre, seppure corretti sotto il profilo concettuale, presentano problemi peculiari nella loro applicazione pratica, derivanti dalla corretta identificazione delle variabili essenziali delle formule sottostanti. I criteri di valutazione (e, all'interno di questi i metodi di valutazione) debbono essere pertanto opportunamente scelti in funzione della natura e delle caratteristiche dell'azienda da valutare, nonché delle finalità della valutazione stessa.

Qui di seguito vengono brevemente riepilogati i metodi di valutazione adottati dalla dottrina e dalla prassi professionale.

5.2 DESCRIZIONE DEI METODI

5.2.1 METODI PATRIMONIALI

I metodi patrimoniali consentono di giungere alla valutazione del capitale economico della società tramite la riespressione a valori correnti dei cespiti e di tutti gli elementi attivi e passivi del patrimonio aziendale. Il valore dell'azienda (W) corrisponde, pertanto, al valore del patrimonio netto rettificato (K) a valori correnti, in base alla seguente formula $W = K$.

Tale metodo, che ha il pregio di consentire una stima del patrimonio aziendale oggettiva e riscontrabile, si caratterizza per la stima analitica a valori correnti di sostituzione: analitica, perché effettuata distintamente per ciascun elemento del patrimonio; a valori correnti, perché basata sui prezzi di mercato del momento; di sostituzione, perché l'ipotesi di base è quella del riacquisto (o della riproduzione) per elementi attivi e della rinegoziazione per quelli passivi.

Nell'ambito dei metodi di valutazione patrimoniali, si distingue tra metodi patrimoniali semplici e metodi patrimoniali complessi, a seconda che, rispettivamente ci si limiti alla valutazione dei soli "beni contabilizzati", cioè tutti i beni materiali oltre , ma non necessariamente a taluni beni immateriali, oppure si estenda l'analisi anche ai beni immateriali non contabilizzati.

La seconda classe dei metodi patrimoniali complessi comprende a sua volta due distinte categorie di modelli, a seconda che i beni immateriali non contabilizzati compresi nella stima siano “dotati di un effettivo valore di mercato” o meno.

Attraverso i “metodi patrimoniali complessi” si giunge così ad una valutazione del “Capitale Netto Rettificato”, che comprende dunque anche i beni immateriali ed è rappresentato dalla seguente formula:

$$KP = K + I(1 - r)$$

dove:

KP = capitale netto rettificato, comprensivo dei beni immateriali

K = capitale netto rettificato, al netto dell'incidenza degli oneri fiscali potenziali;

I = valore beni immateriali;

r = incidenza oneri fiscali potenziali.

5.2.2 METODI REDDITUALI

I metodi reddituali fondano il proprio presupposto sulla capacità dell'azienda di generare un flusso reddituale riproducibile nel futuro. Il valore del capitale economico (W) viene dunque stimato, sul piano quantitativo, come funzione del reddito atteso (R).

Per ciò che riguarda l'orizzonte temporale di riferimento, entro il quale si stima che l'azienda sia in grado di produrre reddito, è possibile ricorrere alla durata indefinita.

In questo caso, il valore dell'azienda (W) equivale al valore attuale di una rendita perpetua di rata costante (R), calcolata al tasso (i), determinato in base alla seguente formula:

valore attuale del reddito perpetuo: $W = R / i$

La configurazione del reddito (R) rilevante ai fini dell'applicazione del metodo in questione è quello prospettico, idoneo a riflettere le condizioni di redditività attesa dell'azienda; medio, vale a dire che l'impresa è stabilmente in grado di produrre, e normalizzato, ossia depurato dalle componenti straordinarie non ripetibili e comunque estranee alla gestione, e in ogni caso determinato sulla base di soluzioni razionali e comunemente accettate dal punto di vista tecnico. Ciò comporta che nella configurazione del reddito (R) rilevante debba essere eliminata ogni componente negativa la cui appostazione sia dettata esclusivamente dall'esigenza di ridurre il reddito imponibile ai fini dell'imposizione diretta, ovvero dall'intento di attuare determinate politiche di bilancio.

Il reddito medio normale è calcolato, infatti, con riferimento a condizioni normali di svolgimento della gestione e, in particolare, a condizioni di indebitamento, "regolari" e non eccezionali, in assenza di situazioni particolarmente favorevoli o sfavorevoli, e consegue da una ridistribuzione nel tempo dei componenti straordinari (plusvalenze e minusvalenze patrimoniali, rettifiche di costi e ricavi di precedenti esercizi, ecc.); il medesimo, inoltre deve essere determinato al netto degli oneri tributari che gravano seppur potenzialmente su di esso, e dei compensi figurativi diversi dalla

remunerazione del capitale proprio e delle eventuali partecipazioni agli utili spettanti a terzi.

Il tasso di attualizzazione (i) utilizzato incorpora il compenso derivante dal semplice trascorrere del tempo (sostanzialmente pari al rendimento riconosciuto ad attività prive di rischio), ed altresì l'adeguata remunerazione del rischio sopportato.

In particolare, il tasso di puro interesse, relativo agli impieghi di capitale a rischio nullo, è determinato sostanzialmente in riferimento a titoli di debito pubblico a scadenza non breve; peraltro, in periodi di inflazione, il medesimo deve essere depurato dall'erosione monetaria creata dalla componente inflazionistica e, pertanto, assunto nella sua configurazione di tasso reale.

La maggiorazione del tasso di puro interesse a titolo di premio per il rischio di impresa, è commisurata all'intensità del rischio generale d'impresa gravante sul capitale proprio, la cui stima dipende dalla valutazione dei seguenti fattori:

condizioni generali: congiuntura economica, inflazione, situazione politico-sociale del paese ecc.

condizioni settoriali: struttura del mercato di appartenenza, condizioni varie di instabilità del settore, ecc;

condizioni aziendali: solidità patrimoniale, livello e composizione dell'indebitamento, situazione di liquidità con annesse condizioni di pagamento e di incasso, variabilità dei risultati operativi della gestione, parco clienti, ecc.

Nella determinazione del capitale economico secondo i metodi reddituali, l'oggetto di valutazione, l'azienda appunto, viene considerato non quale semplice aggregazione patrimoniale dei singoli fattori, bensì come un complesso sistema di elementi economici tra loro correlati ed interdipendenti in varia misura; in tale ottica allora è determinante la capacità di produrre reddito piuttosto che il valore dei singoli elementi, materiali e immateriali, che compongono il patrimonio dell'azienda.

Il metodo reddituale, pur trovando un limite nell'aleatorietà delle stime sulle capacità reddituali dell'impresa che non sono altrettanto riscontrabili quanto le verifiche di valore corrente dei cespiti che compongono il patrimonio sociale, è indispensabile ad integrazione e confronto di stime effettuate con altri metodi, che spesso attribuiscono, ingiustificatamente, maggior rilievo al capitale investito piuttosto che alle capacità reddituali future di quel medesimo capitale.

5.2.3 METODI PATRIMONIALI MISTI PATRIMONIALI REDDITUALI

Questi metodi, che attuano una sorta di mediazione tra i pregi e i difetti dei criteri patrimoniali e reddituali, consentono di considerare, nel processo valutativo, tanto le prospettive di reddito dell'azienda, quanto la sua effettiva consistenza patrimoniale: la stima sarà idonea, pertanto, a riflettere gli elementi di obiettività e verificabilità propri dell'analisi patrimoniale (valutazione dell'attivo, ivi compresi i beni e i diritti, al netto dei capitali dei terzi investiti in azienda), senza tuttavia trascurare le attese reddituali, concettualmente più rappresentative del valore economico dell'azienda.

I medesimi prevedono, in concreto, la determinazione del valore del patrimonio netto della società, mediante la verifica della consistenza delle attività investite in azienda, al netto delle corrispondenti passività, a cui si aggiunge l'avviamento che rettificcherà in aumento (goodwill) o in diminuzione (badwill), il predetto valore patrimoniale.

L'avviamento rappresenta, in sostanza, la capacità che viene riconosciuta all'azienda di generare redditi futuri in grado di remunerare il capitale investito in misura maggiore (o minore) rispetto al rendimento offerto da investimenti alternativi.

La formula utilizzata per la valutazione è la seguente:

Capitalizzazione limitata del sovrareddito:

$$W = K + a \frac{(R - i K)}{i}$$

$$n / i'$$

dove:

W = valore del capitale economico dell'azienda;

K = valore patrimoniale (patrimonio netto rettificato);

i = tasso di remunerazione normale del capitale;

R = reddito medio normalizzato prospettico (determinato come indicato al punto precedente);

a _____

n / i' = fattore di attualizzazione per il calcolo di una rendita della durata di n anni al tasso i' ;

n = numero di anni per i quali viene stimato il sovrareddito;

i' = tasso di attualizzazione.

Un metodo che attua una mediazione tra i criteri patrimoniali e reddituali che consente nel processo valutativo di considerare tanto le prospettive di reddito dell'azienda quanto la sua effettiva consistenza patrimoniale consiste nella media aritmetica del capitale netto rettificato (K) e del valore di rendimento (i) del reddito atteso (R), la formula utilizzata è la seguente:

$$W = (K + R / i) / 2$$

5.2.4 METODI EMPIRICI

I metodi empirici si basano, a differenza dei precedenti, sulla espressione del “prezzo” dell'azienda ispirato dal mercato; tali metodi si basano pertanto sull'ipotesi che il valore di un'azienda sia determinabile con riferimento ai prezzi concordati negli scambi di aziende similari avvenuti in passato.

Tale metodo può essere applicato secondo due varianti:

Metodo diretto; il valore di un'azienda risulta essere pari a quello risultante dalla comparazione diretta dei prezzi fatti in operazioni simili, su aziende comparabili;

Metodo dei multipli su transazioni fatte; il valore di un'azienda è determinato sulla base dell'applicazione di multipli alle grandezze fondamentali dell'azienda oggetto di

valutazione. Tali multipli sono determinati con riferimento a rapporti tra prezzi applicati su transazioni avvenute fuori mercato, nonché su grandezze economico/patrimoniali/finanziarie delle aziende oggetto di compravendita.

Merita altresì sottolineare come il “metodo indiretto” presenti il vantaggio, rispetto a quello diretto, di tener conto delle diversità economico/finanziarie delle società di riferimento rispetto all’azienda da valutare.

5.2.5 METODI FINANZIARI

I metodi finanziari si ispirano al concetto secondo il quale il valore di un’azienda è pari al valore attualizzato di tutti i flussi di cassa che esso genererà in futuro.

La determinazione del valore dell’azienda si ottiene dunque con un procedimento simile a quello comunemente utilizzato per la valutazione di un qualsiasi investimento: il capitale economico è misurato dalla somma algebrica di tutti i flussi finanziari generati ed assorbiti dalla gestione, attualizzati per mezzo di un appropriato tasso che generalmente esprime la rinumerazione da riconoscere alle risorse finanziarie impiegate.

Da cui, la relazione che sussiste tra i flussi finanziari ed il valore economico dell’azienda può essere rappresentato dalla seguente formula:

$$W = FC_1(1+i)^{-1} + FC_2(1+i)^{-2} + \dots + FC_m(1+i)^{-m} + TV(1+i)^{-m} - PFN$$

dove:

W è il valore del capitale economico;

FC sono i flussi di cassa attesi anno per anno;

i è il tasso di attualizzazione.

TV è il valore finale dell'azienda;

PFN è la posizione finanziaria netta iniziale

In relazione all'ultimo periodo di vita dell'impresa, merita evidenziare come il flusso finanziario relativo a tale esercizio è comprensivo anche delle entrate e delle uscite causate dalla presunta cessazione/cessione del complesso produttivo; nella realtà operativa, a causa dell'impossibilità di prevedere con certezza, da un lato, il momento esatto della cessazione dell'attività aziendale e dall'altro, di stimare in modo attendibile i flussi relativi a ciascun esercizio futuro, si ricorre a delle ipotesi semplificatrici.

Infatti, nella maggior parte dei casi, si procede ad attualizzare i flussi, analiticamente determinati, relativi ad un numero limitato di anni, di solito nell'ordine di quattro o cinque; all'ammontare così determinato viene quindi sommato il presunto valore residuo dell'azienda alla fine del breve periodo oggetto di analisi, dopo che anch'esso è stato sottoposto ad opportuna attualizzazione.

5.3. LA SCELTA DEL METODO DI VALUTAZIONE

Come verrà ampiamente evidenziato nella parte successiva della presente Relazione, il metodo di valutazione prescelto è stato il “**metodo patrimoniale semplice**”

rettificato”, adeguatamente motivando detta scelta nelle Relazioni predisposte dagli organi amministrativi delle società partecipanti alla operazione di fusione per incorporazione; al fine di supportare tale scelta del metodo di valutazione la società si è avvalsa anche del supporto di un *advisor* indipendente individuato nella società KPMG SPA.

Il sottoscritto Collegio Peritale intende inoltre evidenziare come, dopo la determinazione dei rapporti di cambio e, quindi, dopo la stima dei capitali economici delle Società, ha sollecitato una verifica delle suddette valutazioni redatte secondo il metodo patrimoniale semplice rettificato: la società pertanto ha provveduto ad analizzare il Business Plan della Società rinveniente dalla Fusione (Gestore Unico) per la durata della concessione (predisposto congiuntamente a cura delle Società).

Tale analisi di simulazione con approccio reddituale, svolta col supporto dell'*Advisor*, ha individuato un possibile *range* valoriale non inferiore al capitale economico generale complessivo delle Società, supportando tale risultato anche con una analisi di sensitività.

Tutto quanto sopra risulta analiticamente esposto in sede dei successivi paragrafi 8) e 9).

6. DIFFICOLTA' DI VALUTAZIONE INCONTRATE DAGLI AMMINISTRATORI

Nel presente paragrafo verranno analiticamente evidenziate le difficoltà incontrate dagli Amministratori delle quattro società partecipanti al progetto di fusione come

analiticamente evidenziate nelle Relazioni ex articolo 2501) *quinquies* del Codice Civile dai medesimi predisposte.

In particolare nelle Relazioni predisposte dai Consigli di Amministrazione ex articolo 2501) *quinquies* del Codice Civile, al paragrafo 5), vengono analiticamente evidenziate i limiti e le difficoltà di valutazione incontrate dal Consiglio di Amministrazione nello svolgimento della attività propedeutica alla determinazione del rapporto di concambio.

5.3 Limiti all'analisi e difficoltà di valutazione

Le valutazioni alle quali il Consiglio di Amministrazione è pervenuto devono essere considerate alla luce di taluni limiti e difficoltà di valutazione che, nel caso in esame, possono così sintetizzarsi:

- a) *non sono state applicate le metodologie di controllo comunemente utilizzate e, in particolare, i multipli da transazioni comparabili e i multipli di borsa, in quanto sono difformi le condizioni (i.e. molteplicità e durata delle concessioni) dei comparables rispetto alle Società.
Va peraltro tenuto in considerazione che, dopo la determinazione dei rapporti di cambio e, quindi, dopo la stima dei capitali economici delle Società, si è provveduto ad analizzare il Business Plan della Società rinveniente dalla Fusione (Gestore Unico) per la durata della concessione (predisposto congiuntamente a cura delle Società). Tale analisi di simulazione con approccio reddituale, svolta col supporto di advisor finanziari indipendenti, individua un possibile range valoriale non inferiore al capitale economico generale complessivo delle Società;*
- b) *il valore delle Società è rappresentato principalmente dal valore dei terreni, fabbricati e impianti a servizio della gestione dei rifiuti e l'applicazione del metodo scelto, senza ricorrere all'effettuazione di perizie tecniche e tecnologiche per tutte le immobilizzazioni, rappresenta di per sé un limite alla valutazione svolta. Tale limite si ritiene essenzialmente superato nell'ottica della coerenza di tale valorizzazione con la prospettiva terminale delle concessioni in essere e in collegamento con l'eventuale riconoscimento del valore di rimborso da un potenziale gestore subentrante. Infatti, anche ai sensi di quanto previsto dalla regolamentazione del settore, al termine della concessione, in caso di subentro del nuovo gestore, tutti i beni strumentali di qualsiasi natura sono trasferiti a valore contabile di libro¹;*
- c) *le valutazioni non tengono conto di accadimenti successivi alla data di riferimento delle rispettive analisi.*

Tali criticità sono state analiticamente esaminate dal Collegio Peritale nel paragrafo 10) della presente Relazione, anche e soprattutto ai fini di valutare l'eventuale impatto di tali problematiche sulla determinazione del rapporto di concambio.

7. RISULTATI EMERSI DALLA VALUTAZIONE EFFETTUATA DAGLI AMMINISTRATORI

Nel presente paragrafo verranno analiticamente evidenziati i risultati emersi dalla valutazioni effettuate dagli Amministratori delle quattro società partecipanti al progetto di fusione come evidenziate nelle Relazioni ex articolo 2501) *quinquies* del Codice Civile dai medesimi predisposte.

7.1 RISULTATI EMERSI DALLA VALUTAZIONE EFFETTUATA DAGLI AMMINISTRATORI DI QUADRIFOGLIO SPA

Da una lettura della Relazione ex articolo 2501) *quinquies* e dal progetto di fusione predisposta dagli Amministratori della QUADRIFOGLIO SPA emerge sinteticamente quanto segue in relazione ai risultati emersi dalla valutazione effettuata:

<u>QUADRIFOGLIO SPA</u>	<u>IMPORTI IN EURO</u>
<u>PATRIMONIO NETTO AL 30.06.2016</u>	<u>103.596.000,00</u>
<u>RETTIFICA VALUTAZIONE PARTECIPAZIONI</u>	-
REJET SPA	994.000,00
LE SOLUZIONI SCARL	60.000,00
VALCOFERT SRL	18.000,00

<u>TOTALE RETTIFICA VALUTAZIONE</u>	
<u>PARTECIPAZIONI</u>	<u>1.072.000,00</u>
<u>TOTALE PATRIMONIO NETTO RETTIFICATO</u>	<u>10.662.000,00</u>

7.2 RISULTATI EMERSI DALLA VALUTAZIONE EFFETTUATA DAGLI AMMINISTRATORI DI PUBLIAMBIENTE SPA

Da una lettura della Relazione ex articolo 2501) *quinquies* e dal progetto di fusione predisposta dagli Amministratori della PUBLIAMBIENTE SPA emerge sinteticamente quanto segue in relazione ai risultati emersi dalla valutazione effettuata:

<u>PUBLIAMBIENTE SPA</u>	<u>IMPORTI IN EURO</u>
<u>PATRIMONIO NETTO AL 30.06.2016</u>	<u>13.521.000,00</u>
<u>RETTIFICA VALUTAZIONE PARTECIPAZIONI</u>	-
SEA RISORSE SPA	1.230.000,00
RENET SPA	970.000,00
LE SOLUZIONI SCARL	456.000,00
VALCOFERT SRL	36.000,00
<u>TOTALE RETTIFICA VALUTAZIONE</u>	
<u>PARTECIPAZIONI</u>	<u>2.692.000,00</u>
<u>TOTALE PATRIMONIO NETTO RETTIFICATO</u>	<u>16.213.000,00</u>

7.3. RISULTATI EMERSI DALLA VALUTAZIONE EFFETTUATA DAGLI AMMINISTRATORI DI ASM SPA

Da una lettura della Relazione ex articolo 2501) *quinquies* e dal progetto di fusione predisposta dagli Amministratori della ASM SPA emerge sinteticamente quanto segue in relazione ai risultati emersi dalla valutazione effettuata:

<u>ASM SPA</u>	<u>IMPORTI IN EURO</u>
<u>PATRIMONIO NETTO AL 30.06.2016</u>	<u>23.350.000,00</u>
<u>RETTIFICA VALUTAZIONE PARTECIPAZIONI</u>	-
PROGRAMMA AMBIENTE SPA	179.000,00
<u>TOTALE RETTIFICA VALUTAZIONE PARTECIPAZIONI</u>	<u>179.000,00</u>
<u>TOTALE PATRIMONIO NETTO RETTIFICATO</u>	<u>23.350.000,00</u>

7.4. RISULTATI EMERSI DALLA VALUTAZIONE EFFETTUATA DAGLI AMMINISTRATORI DI CIS SRL

Da una lettura della Relazione ex articolo 2501) *quinquies* e dal progetto di fusione predisposta dagli Amministratori della CIS S.r.l. emerge sinteticamente quanto segue in relazione ai risultati emersi dalla valutazione effettuata:

<u>CIS SRL</u>	<u>IMPORTI IN EURO</u>
<u>PATRIMONIO NETTO AL 30.06.2016</u>	<u>1.268.000,00</u>
<u>RETTIFICA VALUTAZIONE PARTECIPAZIONI</u>	-

RENET SPA	610.000,00
<u>TOTALE RETTIFICA VALUTAZIONE</u>	
<u>PARTECIPAZIONI</u>	<u>610.000,00</u>
TOTALE PATRIMONIO INDICATO E QUANTIFICATO	1.574.000,00

7.5 DETERMINAZIONE DEL RAPPORTO DI CAMBIO DAGLI AMMINISTRATORI DELLE QUATTRO SOCIETA'

Nel paragrafo 5.4) delle Relazioni ex articolo 2501) *quinquies* predisposte dai Consigli di Amministrazione delle quattro società viene analiticamente dettagliato il rapporto di concambio azionario e la relativa assegnazione delle azioni, che sarà oggetto della valutazione di congruità da parte del sottoscritto Collegio Peritale nei capitoli 9) e 10) della presente Relazione:

Il rapporto di cambio, definito dai Consigli di Amministrazione delle Società sulla base delle situazioni patrimoniali al 30 giugno 2016 delle Società coinvolte nella Fusione e dei risultati del processo di valutazione, è stato fissato in:

n. 9.463.106 azioni di categoria "B" di Alia Servizi Ambientali S.p.A. per le 1.958.019 azioni ordinarie di Publiambiente da concambiare per il rapporto di n. 4,833 azioni di Alia Servizi Ambientali per ogni azione di Publiambiente;

n. 13.728.000 azioni di categoria "C" di Alia Servizi Ambientali S.p.A. per le 16.000.000 azioni ordinarie di ASM da concambiare per il rapporto di n. 0,858 azioni di Alia Servizi Ambientali per ogni azione di ASM;

n. 1.096.500 azioni di categoria "D" di Alia Servizi Ambientali S.p.A. per le 1.500.000 quote di CIS da concambiare per il rapporto di n. 0,731 azioni di Alia Servizi Ambientali S.p.A. per ogni Euro di capitale sociale nominale di CIS.

Le azioni detenute dalla Società Incorporante saranno convertite alla pari con azioni di nuova emissione di categoria "A", previo loro annullamento e sostituzione.

Non è previsto alcun conguaglio in denaro a favore dei soci delle Società Incorporande, anche a seguito di arrotondamenti.

Le nuove azioni della Alia Servizi Ambientali S.p.A., da emettere a servizio della Fusione, verranno assegnate ai soci delle Società Incorporande – previo annullamento delle partecipazioni dagli stessi possedute – rispettando i rapporti di concambio ottenuti e, al contempo, in conformità con le previsioni del nuovo Statuto sociale da adottarsi da parte della Società Incorporante, saranno istituite quattro categorie speciali di azioni, aventi diritti economici ed amministrativi propri delle azioni ordinarie e taluni diritti amministrativi differenziati in determinate materie.

A seguito dell'assegnazione delle azioni, Alia Servizi Ambientali S.p.A. assumerà la seguente compagine sociale:

AZIONISTI	COMPAGINE AZIONIONARIA DOPO LA FUSIONE(€)	% DI PARTECIPAZIONE DOPO LA FUSIONE
Comune di Firenze	50.263.867	58,8729
Comune di Prato	13.700.601	16,0472
Publiservizi Spa	9.463.106	11,0839
Consiag	2.791.915	3,2701
Sesto Fiorentino	1.693.672	1,9838
	1.420.876	1,6642

Campi Bisenzio	1.297.064	1,5192
Scandicci	1.096.500	1,2843
	731.293	0,8565
CIS Srl	655.953	0,7683
	633.798	0,7424
Bagno a Ripoli	428.591	0,5020
	411.544	0,4820
San Casciano	363.275	0,4255
Impruneta	319.964	0,3748
	77.434	0,0907
Fiesole	10.104	0,0118
Greve in Chianti	5.491	0,0064
	4.172	0,0049
Calenzano	3.789	0,0044
Tavarnelle di Val Pesa	2.032	0,0024
	1.811	0,0021
Signa		
Montemurlo		
Carmignano		
Vaiano		
Poggio a Caiano		
Vernio		
Cantagallo		
TOTALE	85.376.852	100,0000

8. IL LAVORO SVOLTO DAI SOTTOSCRITTI

La presente Relazione è redatta con lo scopo di esprimere un giudizio sulla congruità del rapporto di concambio nell'ambito della operazione di fusione per incorporazione meglio sopra descritta.

A tale fine gli scriventi ritengono opportuno evidenziare unitariamente le attività effettuate per l'espressione del giudizio di congruità, con la precisazione che

formeranno oggetto di autonomo approfondimento nei successivi paragrafi della presente Relazione le indagini più rilevanti sviluppate a tali fini ed in particolare:

- l'analisi della adeguatezza dei metodi di valutazione adottati dagli Organi Amministrativi delle società per la determinazione del rapporto di cambio e la validità delle stime prodotte;
- la analisi delle criticità, incertezze e limiti incontrate nello svolgimento del presente incarico.

Effettuate tali premesse gli scriventi nello svolgimento del presente incarico hanno svolto il loro incarico come segue:

- sono stati effettuati numerosi incontri sia con il *management* delle quattro società partecipanti alla operazione di fusione che con l'*Advisor* indipendente;
- a seguito di tali incontri è stato richiesto all'*Advisor* indipendente la predisposizione di un *addendum* valutativo, ai fini di verificare la congruità dei risultati raggiunti con la applicazione del metodo di valutazione adottato dalle società (metodo patrimoniale semplice rettificato) con un metodo di controllo (il metodo reddituale), anche in considerazione delle espresse previsioni dei PIV in materia;
- è stata richiesta ai Consigli di Amministrazione delle quattro società una relazione circa la strumentalità dei beni immobili rispetto alla attività esercitata dalle società;

- sono state richieste le Relazioni di Revisione contabile limitata sui bilanci intermedi alla data del 30 Giugno 2016 delle quattro società partecipanti alla fusione;
- è stata effettuata una verifica del criterio di valutazione utilizzato per le partecipazioni detenute dalle singole società (*fair value*);
- come e meglio evidenziato al paragrafo 9.2), anche in base alle disposizioni dei PIV in materia, è stata utilizzata una ampia “base informativa”, ritenendo la stessa completa, coerente, obiettiva ed attendibile;
- come evidenziato al paragrafo 10) sono state evidenziate ed esaminate le principali criticità incontrate nello svolgimento del presente incarico.
- è stata inoltre effettuata una analisi di *sensitivity* relativamente ai risultati raggiunti con la applicazione dei metodi reddituali rispetto al metodo patrimoniale semplice rettificato;
- dopo aver effettuato le suddette attività / verifiche sono state indicate le conclusioni alle quali il sottoscritto Collegio Peritale è giunto ai fini della verifica della congruità del rapporto di cambio.

9. SULL’ADEGUATEZZA DEI METODI UTILIZZATI E LA VALIDITÀ DELLE STIME PRODOTTI

9.1 PRINCIPI DI VALUTAZIONE ADOTTATI

I sottoscritti Periti intendono prima di tutto evidenziare come ai fini della decisione dei criteri da utilizzare per la redazione della presente Relazione hanno ritenuto di

aderire alle previsioni dei P.I.V. (Principi Italiani di Valutazione) emanati da parte dell'Organismo Italiano di Valutazione: tali Principi Italiani di Valutazione vengono sicuramente incontro alle necessità di fornire agli utilizzatori un metodo di lavoro che possa rendere le valutazioni più affidabili e trasparenti.

I P.I.V. individuano espressamente le tipologie di incarico, che si differenziano tra di sé per portata, finalità, natura e quindi grado di responsabilità del professionista.

Le tipologie di incarico previste dai P.I.V. sono cinque (vedi in tale senso PIV I.4.2. e III.1):

- a) Valutazione piena;
- b) Parere valutativo (*expert opinion, valuation opinion o expert report*);
- c) Parere di congruità;
- d) Calcolo valutativo (anche *calculation engagement*);
- e) Revisione del lavoro di un altro esperto (anche **valuation review**).

Nel caso di specie l'incarico conferito ai sottoscritti periti rientra tra le previsioni di cui alla lettera c) e pertanto tra i "Pareri di congruità".

Il P.I.V. I. 4.5. evidenziano espressamente quanto segue:

"I pareri di congruità comportano un giudizio su di un risultato già comunicato all'esperto (anche ad esito di lavoro di altro soggetto), generalmente costituito da un prezzo o da un rapporto di scambio. Possono derivare da una valutazione o da un parere valutativo".

Proseguendo poi nella analisi dei P.I.V. circa il contenuto dei “Pareri di congruità” il P.I.V. III.1.4. evidenzia espressamente quanto segue:

“I pareri di congruità possono essere di merito (congruità finanziaria) o di metodo (congruità funzionale). L’esperto deve precisare se l’analisi svolta ha le caratteristiche di una valutazione o di un parere valutativo.”

La lettura delle note di commento a tale P.I.V. III.1.4. meglio specificano la linea di demarcazione tra “Pareri di congruità finanziaria” e “Pareri di congruità funzionale” come e meglio segue:

Pareri di congruità finanziaria: i pareri di congruità finanziaria riguardano il merito della operazione, per la quale la stima è richiesta;

Pareri di congruità funzionale: i pareri di congruità funzionale, invece, non si riferiscono al merito di una decisione, bensì alla qualità del processo svolto ai fini della sua formulazione. Sono pareri di congruità funzionale i giudizi richiesti dalla legge, in occasione di particolari operazioni societarie (aumenti di capitale senza diritto di opzione, fusione, recessi) ai sindaci, ai revisori o all’esperto ufficiale (nelle fusioni). Si tratta di pareri di congruità che non hanno natura valutativa.

Proseguendo poi la lettura dei P.I.V., il P.I.V. III.1.5 ed il P.I.V. III.1.6 espressamente definiscono il significato dei “Pareri di congruità finanziaria” e “Pareri di congruità funzionale” come segue:

P.I.V. III.1.5: “ Un parere di congruità finanziaria è un documento che attesta un giudizio in merito alla congruità dei termini economico-finanziari negoziati per il

trasferimento di una attività tra due o più soggetti”;

P.I.V. III.1.6: “ Un parere di congruità richiesto ai revisori di legge costituisce un parere di metodo (congruità funzionale) finalizzato ad esprimere un giudizio di ragionevolezza e non arbitrarietà dei criteri e delle metodologie sulla base delle quali gli amministratori e/o i consulenti si sono basati per determinare il prezzo di emissione/ rapporto di cambio/ valore di liquidazione. Un parere di congruità richiesto ai revisori ai sensi di legge non costituisce pertanto una valutazione”

Le note di commento al P.I.V. III.1.6 evidenziano inoltre come “Tali pareri richiesti dalla legge sono finalizzati a fornire agli azionisti idonee informazioni circa i metodi di valutazione adottati dagli amministratori e le difficoltà dagli stessi incontrate, nonché ad esprimere un giudizio sulla adeguatezza, nelle specifiche circostanze, dei metodi sotto il profilo della loro ragionevolezza e non arbitrarietà, nonché sulla importanza attribuita a ciascuno di essi dagli amministratori e sulla loro corretta applicazione”.

I sottoscritti periti evidenziano pertanto come l’incarico conferito ai sottoscritti, in base alle indicazioni esplicite dei P.I.V. rientri tra i “Pareri di congruità funzionale”.

9.2 ELENCO DOCUMENTI REVISIONATI

La “base informativa” utilizzata dai periti nello svolgimento del proprio incarico è stata analiticamente evidenziata nel precedente paragrafo 4.

In considerazione della documentazione messa a disposizione dalle società, il sottoscritto Collegio Peritale ritiene che la base informativa utilizzata ai fini della redazione del presente parere di congruità del rapporto di cambio delle partecipazioni sociali sia completa, coerente, obiettiva ed attendibile.

Tale conclusione si basa da un lato sulla attendibilità dei dati contabili in quanto i bilanci di esercizio sono stati sottoposti a revisione, seppur volontaria, ed in quanto le situazioni contabili alla data del 30.06.2016 adottate come riferimento ai fini della determinazione del rapporto di concambio sono state parimenti soggetti ad una verifica seppur limitata (c.d. “*light review*”).

Al fine di verificare ulteriormente la attendibilità della base informativa e la coerenza dei dati il Collegio peritale ha ritenuto di effettuare una analisi comparativa tra i dati di *business-plan* utilizzati dall'*advisor* KPMG e il PEF utilizzato in sede di partecipazione al bando di gara.

Le Società hanno quindi fornito un documento, “Dettaglio correlazione con BP Offerta di Gara”, nel quale viene rappresentata la riconciliazione fra i corrispettivi indicati nell’Offerta Economica art.4.3.1, ii) per i primi tre anni di gestione e del c.d. *a regime* e quanto indicato nel “Conto Economico da Business Plan del Gestore” (Addendum KPMG) nella sezione relativa alla gestione operativa (Totale Ricavi e Totali Costi Operativi) al netto di due fattori correttivi: aggiornamento del parametro di rendistato assunto come base per l’Offerta Economica e deducibilità ai fini IRAP del costo del lavoro.

Le Società hanno inoltre motivato nel suddetto documento la dinamica economica degli investimenti rappresentati nel “Conto Economico da Business Plan del Gestore” rispetto agli ammortamenti indicati nell’Offerta Economica nonché la politica gestionale dell’indebitamento.

9.3 DESCRIZIONE DELLE AZIONI OGGETTO DI CONCAMBIO

Come e meglio sopra evidenziato, tra i documenti facenti parte della “base informativa” messa a disposizione del sottoscritto Collegio Peritale, vi è altresì lo statuto della società ALIA SERVIZI AMBIENTALI SPA (attualmente QUADRIFOGLIO SPA), società incorporante le tre società ASM SPA, CIS SRL, PUBLIAMBIENTE SPA.

A seguito della operazione di fusione per incorporazione, verranno emesse quattro categorie di “azioni” della società ALIA SERVIZI AMBIENTALI SPA:

Azioni di categoria “A”, emesse a seguito della conversione alla pari delle azioni detenute dalla società incorporante QUADRIFOGLIO SPA;

Azioni di categoria “B” emesse a fronte delle azioni detenute dalla società PUBLIAMBIENTE SPA, secondo il rapporto di concambio meglio infra riportato;

Azioni di categoria “C” emesse a fronte delle azioni detenute dalla società ASM, secondo il rapporto di concambio meglio infra riportato;

Azioni di categoria “D” emesse a fronte delle azioni detenute dalla società CIS S.r.l., secondo il rapporto di concambio meglio infra riportato.

L'articolo 5), comma 4) dello statuto della società ALIA SERVIZI AMBIENTALI SPA evidenzia quanto segue in relazione ai diritti economici ed amministrativi propri di tali azioni come e meglio segue:

“Il capitale sociale è suddiviso in azioni delle seguenti categorie:

I. AZIONI DI CATEGORIA A: tali azioni, emesse in n. 61.089.246 attribuiscono ai loro titolari i diritti economici e amministrativi propri delle azioni ordinarie con le particolarità di seguito indicate:

- nel caso di delibere relative agli argomenti di cui all'art. 15.2, lett. a), b) e c) del presente statuto, le azioni sono depotenziate nel senso che il voto esprimibile per ognuna di esse si intende valere non come unità ma come 0,663848 voti e quindi, ad esempio, come 663,848 voti per ogni 1.000 azioni di categoria possedute;

- le azioni in parola, attribuiscono ai loro titolari il diritto di nominare due componenti del Consiglio di Amministrazione e un Sindaco effettivo con funzioni di Presidente con il procedimento descritto ai successivi art. 18 e 23 del presente statuto.

II. AZIONI DI CATEGORIA B: tali azioni, emesse in n. 9.463.106 attribuiscono ai loro titolari i diritti economici e amministrativi propri delle azioni ordinarie con le particolarità di seguito indicate:

- nel caso di delibere relative agli argomenti di cui all'art. 15.2, lett. a), b) e c) del presente statuto, le azioni sono dotate di voto plurimo nel senso che il voto esprimibile per ognuna di esse si intende valere non come unità ma come 2,526180 voti e quindi, ad esempio, come 2.526,180 voti per ogni 1.000 azioni di categoria

possedute;

- le azioni in parola, attribuiscono ai loro titolari il diritto di nominare un componente del Consiglio di Amministrazione, un Sindaco effettivo ed uno supplente nel rispetto della regola di alternanza, con il procedimento descritto ai successivi art. 18 e 23 del presente statuto.

III. AZIONI DI CATEGORIA C: tali azioni, emesse in n. 13.728.000 attribuiscono ai loro titolari i diritti economici e amministrativi propri delle azioni ordinarie con le particolarità di seguito indicate:

- nel caso di delibere relative agli argomenti di cui all'art. 15.2, lett. a), b) e c) del presente statuto, le azioni sono dotate di voto plurimo nel senso che il voto esprimibile per ognuna di esse si intende valere non come unità ma come 1,306027 voti e quindi, ad esempio, come 1.306,027 voti per ogni 1.000 azioni di categoria possedute;

- le azioni in parola, attribuiscono ai loro titolari il diritto di nominare un componente del Consiglio di Amministrazione, un Sindaco effettivo ed uno supplente nel rispetto della regola di alternanza, con il procedimento descritto ai successivi art. 18 e 23 del presente statuto.

IV. AZIONI DI CATEGORIA D: tali azioni, emesse in n. 1.096.500 attribuiscono ai loro titolari i diritti economici e amministrativi propri delle azioni ordinarie con le particolarità di seguito indicate:

- nel caso di delibere relative agli argomenti di cui all'art. 15.2, lett. a), b) e c) del presente statuto, le azioni sono dotate di voto plurimo nel senso che il voto

esprimibile per ognuna di esse si intende valere non come unità ma come 2,725244 voti e quindi, ad esempio, come 2.725,244 voti per ogni 1.000 azioni di categoria possedute;

- le azioni in parola, attribuiscono ai loro titolari il diritto di nominare un Sindaco supplente con il procedimento descritto al successivo art. 23 del presente statuto

5. In caso di trasferimento a terzi, soci o non soci, le azioni alienate mantengono le loro prerogative e i loro particolari diritti. Qualora invece il trasferimento tra soci derivi dall'adempimento di obbligazioni di indennizzo dei medesimi, in relazione alla consistenza delle rispettive situazioni patrimoniali poste a base della fusione, le azioni così trasferite saranno convertite automaticamente nella categoria dell'acquirente.”

Con riferimento agli aspetti valutativi delle fusioni tra soggetti non indipendenti, il P.I.V.4.1. prevede espressamente quanto segue:

“Nella valutazioni a fini di determinazione del rapporto di concambio l'unità di valutazione è rappresentata dai singoli titoli azionari delle società coinvolte nella fusione”.

Le note di commento a tale P.I.V. evidenziano poi come “**..... non rileva ai fini del rapporto di cambio come è distribuito il capitale delle due entità fra i soci, mentre rilevano i diritti patrimoniali ed amministrativi di ciascuna categoria di titoli”.**

Il Collegio Peritale intende evidenziare come nell'ambito delle proprie valutazioni

relative al rapporto di concambio, la sussistenza di diritti amministrativi e patrimoniali non sia stata considerata rilevante da parte dell'*advisor* indipendente e quindi da parte dei Consigli di Amministrazione al momento della approvazione del progetto di fusione.

Il Collegio Peritale, anche in considerazione delle previsioni meglio sopra evidenziate dei P.I.V. in materia, ha ritenuto pertanto di soffermarsi sulla problematica in oggetto, anche a seguito di una attenta disamina dello Statuto della società ALIA SERVIZI AMBIENTALI SPA ed in particolare intende evidenziare quanto segue:

DIRITTI PATRIMONIALI: da una lettura dello Statuto della società ed in particolare dell'articolo 25) ("Utile di esercizio") viene riportato espressamente quanto segue:

"1. Gli utili risultanti dal bilancio annuale saranno così ripartiti:

- a) un ventesimo alla riserva legale fino al raggiungimento di una riserva pari al quinto del capitale sociale;
- b) il residuo a remunerazione del capitale, salvo diversa deliberazione dell'Assemblea."

Dalla lettura di tale articolo non emerge pertanto la attribuzione di diritti economici differenziati per le quattro categorie di azioni, che renderebbe quindi necessaria, ai sensi del P.I.V.4.1, una valutazione di tali diritti al momento della determinazione del rapporto di concambio;

DIRITTI AMMINISTRATIVI: ai fini di valutare se i diritti amministrativi annessi a

ciascuna categoria di azioni possano o meno rilevare ai fini della determinazione del rapporto di concambio risulta necessario procedere ad una attenta disamina dello Statuto della società ALIA SERVIZI AMBIENTALI SPA.

L'articolo 15) dello Statuto della società, in materia di funzionamento della assemblea, prevede espressamente quanto segue:

“1. L'Assemblea ordinaria, in prima e seconda convocazione, è validamente costituita con la presenza di tanti soci che rappresentino più del 50% del capitale sociale e delibera col voto favorevole di tanti soci che rappresentino più del 50% del capitale sociale.

2. Oltre che sulle materie previste dalla legge, l'assemblea ordinaria delibera l'autorizzazione al compimento dei seguenti atti, predisposti o negoziati dall'organo amministrativo:

a) adozione degli indirizzi per la redazione del piano strategico;

b) adozione delle linee guida per le erogazioni dei servizi al territorio;

c) acquisto di partecipazioni in società che operano al di fuori del territorio della Regione Toscana (salvo per le società che svolgono attività strumentali rispetto a quella principale della società).

Per queste materie, come stabilito al precedente art. 5, il voto di ogni singola azione è differenziato nel suo peso a seconda della categoria di appartenenza ed il quorum deliberativo sarà calcolato tenendo conto del peso specifico di esse.

3. L'Assemblea delibera inoltre l'autorizzazione di investimenti non attinenti

all'ordinaria gestione operativa del piano industriale, con impatto superiore al 5% del patrimonio netto risultante dall'ultimo bilancio approvato. In tal caso il quorum deliberativo è innalzato al 65% del capitale sociale.

4. L'Assemblea straordinaria, in prima e seconda convocazione, è validamente costituita con la presenza di tanti soci che rappresentino più di due terzi del capitale sociale e delibera con il voto favorevole di tanti soci che rappresentino più di due terzi del capitale sociale.

5. Per l'approvazione del bilancio e per la nomina e la revoca delle cariche sociali si rimanda a quanto previsto dall'art. 2369, comma 3 del codice civile salve le specifiche disposizioni sul punto del presente statuto."

Quindi l'assemblea ordinaria delibera con il voto favorevole di tanti soci che rappresentano più del 50% del capitale sociale, fatta eccezione per le materie indicate al comma 2) di detto articolo, che prevedono una differenziazione del peso di ciascuna azione in forza della categoria di appartenenza indicata all'articolo 5) dello Statuto.

Come già evidenziato nella parte precedente della presente Relazione e come vedremo poi nella parte successiva, laddove il sottoscritto Collegio Peritale si soffermerà sui "metodi di valutazione" adottati ai fini della determinazione del rapporto di concambio, le azioni della società ALIA SERVIZI AMBIENTALI SPA, sulla base del Progetto di Fusione, saranno suddivise come segue tra le quattro società partecipanti alla fusione (e quindi tra i soci delle medesime società):

- A) Soci QUADRIFOGLIO SPA in misura pari al 71,55%;
- B) Soci PUBLIAMBIENTE SPA in misura pari al 11,08%;
- C) Soci ASM in misura pari al 16,08%;
- D) Soci CIS SRL in misura pari al 1,28%.

Quindi i soci della società QUADRIFOGLIO SPA, indipendentemente da eventuali diritti amministrativi, hanno già il controllo dell'assemblea, sia ordinaria che straordinaria, della società ALIA SERVIZI AMBIENTALI SPA, possedendo azioni in misura pari al 71,55% del capitale sociale di detta società e pertanto in definitiva gli azionisti possessori di azioni di categoria "A" possono controllare l'assemblea della società indipendentemente da eventuali diritti amministrativi (fatta eccezione per le materie previste all'articolo 15) comma 2) lettere a, b e c).

In considerazione di quanto e meglio sopra riportato, il sottoscritto Collegio Peritale ritiene pertanto di condividere l'assunzione in base alla quale i diritti amministrativi propri di ciascuna delle quattro categorie di azioni (in quanto si è sopra visto come i diritti patrimoniali sono gli stessi per tutte le categorie di azioni), che consentono significativi poteri di *governance* alle azioni di classe A, non necessitano l'attribuzione di un "premio" in sede di concambio, stante il controllo che i possessori di dette azioni comunque possano esercitare sia in assemblea ordinaria che straordinaria.

La medesima conclusione può trarsi per i diritti amministrativi delle altre classi "B", "C" e "D", in quanto i detti diritti non consentono di esercitare diritti di *governance*

tali da sovvertire il peso delle azioni di classe "A".

Il Collegio quindi coerentemente con la prassi valutativa di riferimento (PIV I .18.1), ritiene di concordare con la decisione degli Amministratori e degli *Advisor* di non tenere conto, nell'ambito del processo valutativo adottato, dei diritti amministrativi riconosciuti alle differenti categorie di azioni, anche in ragione della mancanza della disponibilità di ricerche empiriche corrette ed affidabili tali da evidenziare l'appropriata misura dello sconto/premio da applicare ai valori ottenuti tramite la stima del valore del capitale economico delle società.

9.4 IL METODO DI VALUTAZIONE – IL METODO PATRIMONIALE SEMPLICE RETTIFICATO

Come e meglio sopra evidenziato, la stima del valore economico delle società partecipanti alla operazione di fusione è stata condotta dagli Amministratori delle società partecipanti alla fusione mediante la applicazione del "**metodo patrimoniale semplice rettificato**" (la rettifica si riferisce unicamente alla valutazione a *fair-value* delle partecipazioni detenute).

In particolare, la adozione di tale metodo di valutazione è stata concordata tra i soci delle società partecipanti alla operazione di fusione e le società partecipanti alla operazione di fusione ed in particolare la adozione di tale "metodo patrimoniale semplice rettificato" è stato concordato nei seguenti documenti:

- 1) nella "Lettera di Intenti" tra le società partecipanti alla fusione del 5 Gennaio 2013, che, tra l'altro, prevedeva espressamente che "... *Il criterio da adottare*

nella determinazione del valore dei complessi aziendali oggetto di integrazione è quello patrimoniale semplice e pertanto il riferimento sarà quello del Patrimonio Netto Contabile senza valorizzazione dell'eventuale avviamento e/o altri valori intangibili. I presupposti di tale scelta risiedono: nel fatto che i soggetti coinvolti sono azienda di servizio pubblico a capitale integralmente pubblico, le quali, pure rette in forma di SPA, hanno quale missione principale quella di rendere un servizio essenziale alla comunità ed agli enti pubblici di riferimento; nella scarsa rilevanza della marginalità del settore, conseguenza diretta della comune adozione del criterio "normalizzato" (Dlgs 158/99) che di fatto preclude il conseguimento di extra profitti e ne comprime inevitabilmente gli esiti reddituali; nella sostanziale omogeneità delle dotazioni e funzioni svolte dalla società coinvolte; nell'impegno delle società interessate a fare confluire nel patrimonio della NEWCO tutti gli assets impiantistici e/o societari relativi agli impianti in esercizio o in fase di realizzazione";

- 2) nel "Protocollo di accordo per la partecipazione alla gara d'ambito e l'aggregazione delle aziende territoriali di gestione rifiuti Quadrifoglio Spa, ASM Spa, Publiambiente Spa, CIS S.r.l.", sottoscritto tra i soci in data 26 Febbraio 2013, che all'articolo 3) espressamente prevede che " a) *prospettazione dell'adozione del metodo patrimoniale per la valorizzazione dei complessi aziendali oggetto dell'operazione di fusione tenendo conto: - della missione istituzionale delle aziende che è quella della offerta di un servizio*

pubblico locale essenziale alle comunità di riferimento come la gestione integrata dei rifiuti; - della contenuta marginalità del settore conseguente alla applicazione del criterio normalizzato (d. leg.vo 158/1999) per la determinazione della tariffa/ tributo di igiene ambientale e dunque dei ricavi dell'attività dei gestori; - della sostanziale omogeneità delle funzioni svolte e dell'impiego delle dotazioni industriali di ciascuna azienda coinvolta nella operazione di aggregazione; b) confluenza nel patrimonio della società riveniente dalla fusione di tutti gli assets impiantistici e/o societari relativi agli impianti di smaltimento/ trattamento rifiuti in esercizio od in fase di realizzazione”;

Nell'ambito del percorso di aggregazione QUADRIFOGLIO SPA, quale società mandataria, ha affidato a KPMG ADVISORY SPA, *Advisor* indipendente, l'incarico di supportare le Società nel corso dell'intero percorso di aggregazione, mediante una attività di assistenza valutativa, realizzativa e legale.

Nell'ambito di tale attività valutativa KPMG ADVISORY SPA ha predisposto in data 18 Ottobre 2016 un documento valutativo, che in sintesi, nella parte “Metodologie di valutazione”, da pagina 29) a pagina 31) evidenzia quanto segue:

- *In relazione alle informazioni disponibili la stima del valore economico delle Società è stata condotta mediante la sola applicazione del metodo patrimoniale semplice; negli aspetti sostanziali, il metodo in oggetto corrisponde agli approcci di tipo "somma delle parti" o "net asset value".*

- *Si è ritenuto di applicare tale metodologia in particolare in considerazione della ridotta rilevanza prospettica delle concessioni in essere che verrebbero meno nel contesto dell'affidamento della gara bandita dall'ATO Toscana Centro per la futura concessione, di durata ventennale, del servizio di servizio di gestione integrata dei rifiuti urbani e di realizzazione dei relativi lavori strumentali.*
- *Le Società hanno un avviamento commerciale direttamente collegato alle concessioni in essere, da cui dipende la redditività prospettica futura. Le Società stanno considerando prospettive di pianificazione limitate ad orizzonti annuali (i.e. budget 2016) in base alle suddette considerazioni, oltre tale orizzonte ulteriori proiezioni incorporerebbero un significativo grado di incertezza legato agli assetti concessori.*
- *Al fine della scelta della metodologia di valutazione va inoltre rilevato che nella documentazione della procedura finalizzata all'attribuzione dell'Incarico era stato peraltro indicato che "Nel prioritario rispetto del principio di omogeneità dei criteri di valutazione, le metodologie di stima delle Società coinvolte nell'Operazione di Fusione saranno individuate utilizzando le migliori tecniche analitiche ed empiriche normalmente condivise dalla prassi professionale e di mercato, prendendo a riferimento i seguenti elementi principali: le linee guida concordate tra i soci, i prezzi rilevati per transazioni di aventi ad oggetto aziende confrontabili, quotate e non quotate, I parametri empirici di valorizzazione comunemente adottati nel settore di riferimento, i*

fondamentali delle aziende, in particolare: struttura patrimoniale, profilo reddituale.." (Capitolato, par. 2.1).

- *L'approccio della metodologia patrimoniale semplice presuppone implicitamente una logica di realizzo, e non di "value in use" (valore recuperabile tramite flussi finanziari/distribuzione proventi) e, in coerenza con la discontinuità delle concessioni, non considera il profilo finanziario prospettico.*
- *Il metodo Patrimoniale Semplice correla il valore del capitale aziendale alla differenza tra i valori correnti delle poste di attivo e di passivo dello stato patrimoniale, espressi alla data di valutazione al loro valore corrente di realizzazione.*
- *Non sono state applicate le metodologie di controllo comunemente utilizzate, e in particolare, i multipli da transazioni comparabili e i multipli di borsa in quanto sono difformi le condizioni (i.e. durata delle concessioni) dei comparables rispetto alle Società.*
- *Il metodo è stato applicato sulla base dei dati dei bilanci delle Società alla data del 30 giugno 2016, analizzando separatamente il business delle Società rispetto alle partecipazioni detenute sulla base dei rispettivi dati economico patrimoniali.*
- *Considerato che la Lettera di Intenti prevede inoltre, nell'arco di un periodo di 5 anni dal perfezionamento dell'operazione, la possibilità di considerare meccanismi di "riequilibrio" della partecipazione in caso di verifiche /*

riscontri collegati ad alcune poste patrimoniali (i.e. crediti e relativi fondi di svalutazione).

A pagina 39) e 40) del documento valutativo predisposto da KPMG ADVISORY SPA, all'interno del paragrafo "Conclusioni", viene determinato il valore economico delle società partecipanti alla operazione di fusione, i Rapporti di forza tra dette società, il Valore Unitario teorico delle azioni ed i Rapporti di Cambio, il tutto come e meglio riepilogato nella tabella che segue:

<u>DETERMINAZIONE RAPPORTI DI CAMBIO</u>	<u>IMPORTI</u>
<u>VALORI RELATIVI (€/000)</u>	-
QUADRIFOGLIO SPA	104.667,00
PUBLIAMBIENTE SPA	16.212,00
ASM SPA	23.529,00
CIS SRL	1.878,00
<u>TOTALE</u>	<u>146.286,00</u>
<u>RAPPORTI DI FORZA</u>	
AZIONISTI ATTUALI QUADRIFOGLIO SPA	71,55%
AZIONISTI ATTUALI PUBLIAMBIENTE SPA	11,08%
AZIONISTI ATTUALI ASM SPA	16,08%
AZIONSITI ATTUALI CIS SRL	1,28%
<u>VALORE UNITARIO TEORICO AZIONI QUADRIFOGLIO</u>	
VALORE RELATIVO QUADRIFOGLIO SPA	104.667,00
NUMERO DI AZIONI (000)	61.089,00
<u>VALORE UNITARIO TEORICO AZIONI QUADRIFOGLIO</u>	<u>1,71</u>
<u>VALORE UNITARIO TEORICO AZIONI PUBLIAMBIENTE</u>	

VALORE RELATIVO PUBLIAMBIENTE SPA	16.212,00
NUMERO DI AZIONI (000)	1.958,00
<u>VALORE UNITARIO TEORICO AZIONI PUBLIAMBIENTE</u>	<u>8,28</u>
<u>VALORE UNITARIO TEORICO AZIONI ASM</u>	
VALORE RELATIVO ASM SPA	23.529,00
NUMERO DI AZIONI (000)	16.000,00
<u>VALORE UNITARIO TEORICO AZIONI ASM</u>	<u>1,47</u>
<u>VALORE UNITARIO TEORICO AZIONI CIS</u>	
VALORE RELATIVO CIS SRL	1.878,00
NUMERO DI AZIONI (000)	1.500,00
<u>VALORE UNITARIO TEORICO AZIONI CIS</u>	<u>1,25</u>
RAPPORTO DI CAMBIO PUBLIAMBIENTE (RISPETTO AZIONI QUADRIFOGLIO)	4,833
RAPPORTO DI CAMBIO ASM (RISPETTO AZIONI QUADRIFOGLIO)	0,858
RAPOPRTO DI CAMBIO CIS (RISPETTO AZIONI QUADRIFOGLIO)	0,731

Tanto premesso il Collegio Peritale ritiene che la metodologia di valutazione adottata considerata corretta, fondamentalmente per effetto del criterio di determinazione delle tariffe c.d. “normalizzato” vigente nel settore della raccolta dei rifiuti.

In particolare l’art. 1 del DPR 27 aprile 1999, n. 158 – Regolamento recante norme per la elaborazione del metodo normalizzato per definire la tariffa del servizio di gestione del ciclo dei rifiuti urbani, afferma il seguente principio: “la tariffa di riferimento a regime deve coprire tutti i costi afferenti al servizio di gestione dei

rifiuti urbani e deve rispettare la seguente equivalenza:

$$\sum T_n = (CG + CC) n-1 (1 + IP_n - X_n) + CK_n$$

Dall'analisi di tali voci, ai sensi del contenuto dell'Allegato alla medesima disposizione normativa, pare indubitabile che la tariffa debba coprire tutti i costi di gestione del ciclo della raccolta (sia indifferenziata che differenziata) i costi operativi di gestione, i costi del personale, i costi amministrativi dell'accertamento, riscossione e contenzioso, oltre ai costi d'uso del capitale che a loro volta comprendono ammortamenti, accantonamenti e remunerazione del capitale investito (comprensivo dei nuovi investimenti).

L'adozione di tale metodologia, per altro espressamente richiamata dal comma 5 dell'art. 20 del contratto di servizio, se da una parte assicura la copertura tariffaria di tutti i costi e delle esigenze di investimento, dall'altra non consente il riconoscimento di alcuna marginalità alle aziende di erogazione del servizio, fatta eccezione per la remunerazione del capitale investito.

Nel settore della raccolta dei rifiuti non dovrebbero quindi sussistere, in linea di principio, realtà produttive in grado di generare flussi reddituali eccedenti le esigenze di copertura dei costi operativi e degli investimenti, dovendo *ex lege* gli eventuali extraprofiti imputarsi a futura riduzione delle tariffe.

Non paiono allora adottabili metodologie di valutazione fondate sulla proiezione di flussi di risultato, economici finanziari, il cui impiego presuppone l'esistenza di una certa e attendibile capacità di attivazione prospettica, rinvenibile soltanto in caso di

redditi attesi superiori rispetto alla mera renumerazione del capitale investito, che nel caso in esame sono da escludere *ex lege*.

Inoltre una valutazione delle singole società effettuata con metodi sintetici di attualizzazione dei flussi risulterebbe impossibile nel caso in esame, in quanto le diverse realtà produttive paiono prive di una autonoma capacità di attivazione prospettica, essendo la concessione ventennale indissolubilmente legata all'istituzione del gestore unico.

Non a caso la verifica effettuata col metodo reddituale è stata svolta sulla base delle proiezioni economiche del gestore unico e non delle singole società.

Anche tuttavia volendo in qualche modo valorizzare le attuali differenti attitudini economiche delle singole Società, questo potrebbe rivelarsi uno sterile esercizio valutativo, considerando che le posizioni di efficienza o inefficienza relativa risulterebbero comunque del tutto contingenti, stante l'assunto del loro necessario trasferimento sulla tariffa a vantaggio o svantaggio dell'utenza e non del gestore unico.

Risulta allora del tutto coerente con la realtà economica e giuridica di riferimento, l'adozione di una metodologia di tipo patrimoniale, che miri a determinare il valore economico del capitale delle singole Società partecipanti alla Fusione sulla base delle rispettive dotazioni patrimoniali, per altro correttamente assumibili al relativo valore di libro.

Secondo infatti la più volte citata regolamentazione del settore (art. 13, comma 1 del

contratto di servizio e art. 10.3 della lettera di invito), allo scadere della concessione i beni strumentali andranno trasferiti al nuovo gestore al relativo *book value*. Questi dovrà cioè riconoscere al gestore uscente un importo pari al valore non ammortizzato dei beni da trasferire, circostanza che depone in modo decisivo in favore dell'adozione di una metodologia valutativa di tipo patrimoniale semplice.

Inoltre considerando che i flussi di cassa attesi tramite le tariffe devono necessariamente consentire di far fronte alle spese di gestione e per investimenti, il valore recuperabile delle immobilizzazioni non può in *re ipsa* ritenersi inferiore rispetto a quello patrimoniale (contabile) assunto nell'ambito della metodologia valutativa adottata.

Il riconoscimento dei meccanismi di riequilibrio contenuti nel protocollo di accordo, ha reso inoltre inutile sottoporre le corrispondenti poste di bilancio ad un processo di stima da parte degli amministratori e dell'*Advisor* in vista di una eventuale rettifica da operare nell'ambito della metodologia di valutazione adottata, in quanto laddove le singole attestazioni contabili non dovessero rivelarsi corrette si renderebbe operante la clausola di salvaguardia futura.

Riguardo alla presenza di eventuali *surplus assets*, che secondo la prassi valutativa di riferimento (PIV III.1.14) dovrebbero formare oggetto di stima separata da parte di esperti dotati di specifica professionalità e competenza, il collegio peritale ritiene di assumere le dichiarazioni del *management* delle Società partecipanti alla fusione, circa la natura strumentale di tutti i beni esistenti nei rispettivi compendi patrimoniali,

compresi i terreni e fabbricati di proprietà, in quanto “*realizzati in funzione dell’organizzazione e svolgimento della principale attività di gestione dei rifiuti*”.

L’assenza di *surplus asset* giustifica allora il mancato ricorso a valutazioni patrimoniali separate sui beni sociali all’interno del metodo principale, così come la mancata considerazione di ogni eventuale plusvalenza/minusvalenza sui medesimi nell’ambito della simulazione valoriale di controllo.

In ogni caso il Collegio Peritale ha ritenuto necessario provvedere a richiedere talune verifiche sui risultati quantitativi raggiunti mediante una verifica dei dati di *business plan* per il periodo di durata della concessione, con valutazione del c.d Terminal Value alla data di scadenza della medesima.

9.5 IL METODO REDDITUALE

La società QUADRIFOGLIO SPA, quale mandataria, successivamente alla emissione del suddetto documento valutativo, anche a seguito di specifica richiesta effettuata dai periti, ha richiesto a KPMG ADVISORY SPA un “Addendum – Analisi di simulazione valoriale”: la società di consulenza ha rilasciato tale addendum in data 21 Novembre 2016.

La richiesta di tale verifica è stata fatta dal Collegio peritale in applicazione di quanto disposto dai PIV sul punto (par. iii.1.29 e ss) e ritenuto, secondo i PIV III.1.32, più idoneo quando l’impresa oggetto di analisi opera in un contesto stabile e maturo come nella fattispecie in considerazione del criterio normalizzato previsto dal DPR

158/1999.

Nella parte “Approccio Metodologico” la KPMG ADVISORY SPA evidenzia in relazione al metodo valutativo utilizzato come:

Considerata la natura concessoria del servizio del Gestore Unico ,è stato adottato un approccio di simulazione basato sul profilo reddituale ,correlando pertanto la simulazione relativa al valore del capitale aziendale direttamente alla redditività attesa dalla gestione futura (Metodo reddituale semplice unlevered);

Si tratta di un approccio analitico che determina il valore di una società in funzione de risultati operativi sostenibili al netto dell'effetto fiscale figurativo (Net Operating Profit After Taxes “NOPAT”o"EBIT netto imposte") che essa è in grado di generare in futuro

Il metodo reddituale determina il valore del capitale economico di una società in base ai redditi che, secondo le attese essa sarà in grado di produrre in futuro, scontati ad un tasso pari al costo medio ponderato del capitale (WACC) .I redditi netti futuri sono generalmente esplicitati per un numero definito di anni (periodo esplicito)

Il NOPAT è stato calcolato a partire dall'EBIT del Business Plan, rettificato del valore delle imposte figurative IRES ed IRAP;

Il periodo esplicito considerato è stato considerato pari alla durata della concessione del servizio di gestione integrata (20 Anni);

Il Tax Rate è calcolato sulla base delle aliquote vigenti;

Il Terminal Value è stato ipotizzato pari al valore delle immobilizzazioni nette al termine della concessione, al fine di allinearlo alla regolamentazione di settore ... che prevede il trasferimento dei beni strumentali a valore contabile;

Il Costo Medio Ponderato del capitale (WACC), utilizzato per la attualizzazione dei flussi attesi,..... è stato stimato in misura pari al 5,4%”

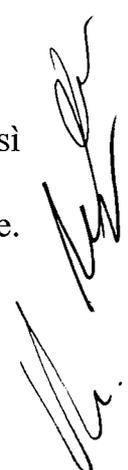
A pagina 5 di tale “*addendum*”, assumendo le suddette ipotesi, viene evidenziata la “Simulazione relativa al valore economico del gestore unico”, identificando un Equity Value pari ad Euro 151.451,00 ed effettuando poi una analisi di sensitività in funzione della variazione del WACC come e meglio segue:

<u>ANALISI DI SENSITIVITA'</u>	<u>VALORE ECONOMICO GESTORE UNICO</u>
<u>W.A.C.C.</u>	
5,20%	155.330,00
5,30%	153.164,00
5,40%	151.451,00
5,50%	148.939,00
5,60%	146.879,00

Dall’analisi delle risultanze di detto elaborato il Collegio ha potuto verificare altresì la valutazione a *fair value* delle partecipazioni, con i dati reddituali delle partecipate.

Da tale analisi è risultato quanto segue:

<u>FAIR VALUE PARTECIPAZIONI</u>	<u>IMPORTI IN EURO</u>
----------------------------------	------------------------



QUADRIFOGLIO	1.072.000,00
PUBLIAMBIENTE	2.692.000,00
ASM	179.000,00
CIS	610.000,00
<u>TOTALE SURPLUS ASSET</u>	<u>4.553.000,00</u>

<u>DATI REDDITUALI PARTECIPATE</u>	<u>IMPORTI IN EURO</u>
PROVENTI FINANZIARI DA BUSINESS PLAN	11.140.000,00
ATTUALIZZAZIONE PROVENTI FINANZIARI	6.718.710,04

In conclusione, il Collegio Peritale avendo verificato a livello di base informativa la compatibilità dei dati di Piano con il PEF utilizzato in sede ed avendo verificato come le assunzioni del WACC appaiono corrette sulla base dei *comparables* utilizzati, ritiene come la verifica reddituale non comporti scostamenti sensibili dal dato risultante dall'applicazione del metodo patrimoniale semplice rettificato.

Con riferimento alla simulazione del valore economico del Gestore unico (*Addendum* KPMG) si fa presente che i PIV (III.1.24) ribadiscono la responsabilità del management e degli organi aziendali rispetto ai rendiconti proposti e responsabilizza anche gli esperti KPMG che concorrono con le loro competenze tecniche esprimendosi indirettamente sulla ragionevolezza complessiva.

10. CRITICITA, INCERTEZZE E LIMITI SPECIFICI INCONTRATI DAI SOTTOSCRITTI NELL'ESPLETAMENTO DELL'INCARICO

Nell'espletamento dell'incarico i sottoscritti hanno incontrato le tipiche problematiche dei processi valutativi complessi relativi a società che, sebbene operano nel medesimo settore di riferimento, presentano significative differenze dimensionali, operative ed organizzative.

Prima di tutto il sottoscritto Collegio Peritale intende evidenziare come i Consigli di Amministrazione delle quattro società partecipanti alla operazione di fusione hanno espressamente evidenziato nella propria Relazione redatta ai sensi dell'articolo 2501 *quinquies* del Codice Civile, nel paragrafo intitolato "Limiti all'analisi e difficoltà di valutazione" quanto e meglio segue:

" Le valutazioni alle quali il Consiglio di Amministrazione è pervenuto devono essere considerate alla luce di taluni limiti e difficoltà di valutazione che, nel caso in esame, possono così sintetizzarsi:

"- non sono state applicate le metodologie di controllo comunemente utilizzate, e in particolare, i multipli da transazioni comparabili e i multipli di borsa in quanto sono difformi le condizioni (i.e. molteplicità e durata delle concessioni) dei comparables rispetto alle Società

il valore delle Società è rappresentato principalmente dal valore dei terreni, fabbricati e impianti a servizio della gestione dei rifiuti e l'applicazione del metodo scelto senza ricorrere all'effettuazione di perizie tecniche e tecnologiche per tutte le

immobilizzazioni, rappresenta di per sé un limite alla valutazione svolta. Tale limite si ritiene essenzialmente superato nell'ottica della coerenza di tale valorizzazione con la prospettiva terminale delle concessioni in essere e in collegamento con l'eventuale riconoscimento del valore di rimborso da un potenziale gestore subentrante. Infatti, anche ai sensi di quanto previsto dalla regolamentazione del settore, al termine della concessione in caso di subentro del nuovo gestore, tutti i beni strumentali di qualsiasi natura sono trasferiti a valore contabile di libro; le valutazioni non tengono conto di accadimenti successivi alla data di riferimento delle rispettive analisi"

Le suddette difficoltà oggettive riscontrate dagli organi amministrativi sono sostanzialmente riconducibili a due aspetti principali:

- difficoltà di effettuare metodologie di controllo delle valutazioni effettuate stante la specificità del settore;
- specificità della valutazione dei beni strumentali con particolare riferimento ai beni immobili.

Su tali due aspetti il Collegio come sopra evidenziato ha ritenuto di effettuare specifici approfondimenti le cui risultanze si possono così sintetizzare:

METODO DI CONTROLLO

Come sopra detto è stato richiesto ed effettuato un controllo delle valutazioni ottenute tramite il metodo reddituale le cui conclusioni non inficiano le valutazioni utilizzate.

VALUTAZIONE DEI BENI STRUMENTALI

Le specifiche disposizioni sopra specificatamente analizzate comportano, stante il regime concessorio, che alla fine del medesimo i beni andranno trasferiti al cd “*book value*”, mentre significativi realizzi dei cespiti durante il periodo della concessione comporterebbero una riduzione di ricavi che renderebbe non particolarmente significativi eventuali plusvalori latenti.

Tanto premesso su tali due aspetti particolarmente significativi, anche le altre oggettive difficoltà di valutazione sono state oggetto di attenta considerazione ai fini della predisposizione della presente relazione sulla congruità dei rapporti di cambio ed in parte già analizzate nei precedenti paragrafi.

In particolare, in relazione al metodo di valutazione adottato (il metodo patrimoniale semplice rettificato) ed in relazione al metodo di controllo utilizzato (il metodo reddituale) il sottoscritto Collegio Peritale evidenzia quanto segue:

- prima di tutto deve essere sottolineato che la finalità principale nell'applicazione dei metodi di valutazione non è tanto la stima dei valori economici e dei loro limiti di variabilità (ammontari minimi e massimi) delle singole società oggetto della fusione, quanto l'ottenimento di dati che siano raffrontabili ai fini della determinazione del rapporto di cambio, essendo essi risultanti, fra l'altro, dall'applicazione di criteri omogenei;
- i metodi valutativi adottati dagli Organi Amministrativi sono largamente diffusi nella prassi professionale italiana ed internazionale, hanno consolidate

basi dottrinali e si basano su parametri determinati attraverso un processo metodologico di generale accettazione;

- i predetti metodi valutativi appaiono adeguati, nel caso di specie, in considerazione delle caratteristiche delle società interessate all'operazione di fusione;
- l'impianto metodologico adottato è ispirato al principio di omogeneità delle valutazioni ed idoneo, allo stesso tempo, a esprimere valori comparabili ai fini della determinazione del concambio ed a cogliere le caratteristiche specifiche delle società coinvolte nell'operazione;
- gli Amministratori hanno adottato, nell'ambito di un unitario processo di stima, un unico metodo di valutazione, motivando adeguatamente la impostazione dai medesimi assunta;
- come sopra evidenziato il metodo adottato ai fini della valutazione risulta il "metodo patrimoniale semplice rettificato";
- tuttavia, come evidenziato nelle Relazioni predisposte dagli organi amministrativi delle singole società partecipanti alla fusione, dopo la determinazione dei rapporti di cambio, e quindi dopo la stima dei capitali economici delle Società, si è provveduto ad analizzare il Business Plan della Società rinveniente dalla Fusione (Gestore Unico) per la durata della concessione (predisposto congiuntamente a cura delle Società). A seguito di tale analisi di simulazione, predisposte con il supporto dell'*advisor* indipendente KPMG, applicando un approccio reddituale, è stato individuato

- un possibile *range* valoriale non inferiore al capitale economico generale complessivo delle Società come determinato con il metodo patrimoniale;
- in relazione al suddetto metodo di controllo (metodo reddituale) la principale criticità risulta sicuramente costituita dai criteri di determinazione del WACC utilizzato per la attualizzazione dei flussi attesi dal *business plan* predisposto dal *management* aziendale, elaborato autonomamente dal medesimo *management*: tuttavia, come sopra evidenziato, le verifiche effettuate dal sottoscritto Collegio circa i criteri alla base della determinazione del suddetto WACC, nonché la analisi di sensitività effettuata nel report medesimo, costituiscono sicuramente un valido supporto alla valutazione come effettuata con il metodo patrimoniale;
 - gli Amministratori hanno infine evidenziato come non sono state applicate le metodologie di controllo comunemente utilizzate, e in particolare, i multipli da transazioni comparabili e i multipli di borsa in quanto difformi le condizioni (i.e. molteplicità e durata delle concessioni) dei *comparables* rispetto alle Società partecipanti alla fusione. Il Collegio Peritale ritiene di condividere tale impostazione in quanto la comparabilità insita nelle società oggetto di transazione sarebbe inficiata da differenze concernenti principalmente le normative di riferimento, la durata e le caratteristiche delle concessioni;
 - riguardo alla mancata valorizzazione di sconti/premi da riconoscere alle differenti categorie di azioni in ragione dei particolari diritti amministrativi detenuti, si rinvia alle considerazioni valutative effettuate dal Collegio peritale

al precedente paragrafo 9.3.

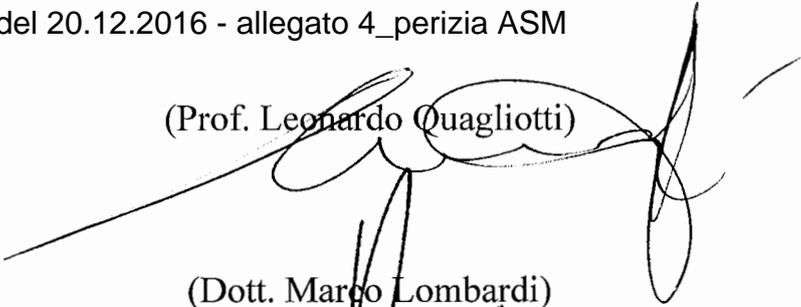
- relativamente alla presenza di eventuali *surplus assets* necessitanti l'esperimento di separati procedimenti di stima, si rinvia alle considerazioni valutative effettuate dal Collegio peritale al precedente paragrafo 9.4.
- in relazione poi agli accadimenti successivi alla data di riferimento del 30 Giugno 2016, i sottoscritti periti ritengono di condividere quanto evidenziato dai Consigli di Amministrazione, non avendo riscontrato nell'ambito delle verifiche effettuate fatti tali da poter portare ad una modifica sostanziale della valutazione stessa e quindi dei rapporti di concambio.

11. CONCLUSIONI

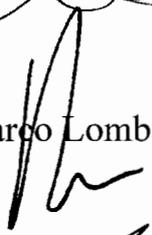
Sulla base della documentazione esaminata e delle procedure sopra indicate, tenuto conto della natura e portata del nostro lavoro, come illustrati nella presente Relazione, nonché di quanto indicato nei precedenti paragrafi 9 e 10 ed in particolare delle situazioni di criticità, incertezza e limitazioni incontrate nell'espletamento dell'incarico, riteniamo che i metodi e le scelte di valutazione adottati dagli Amministratori delle Società, anche sulla base delle indicazioni dell'*Advisor*, siano adeguati in quanto, nelle circostanze attualmente note, ragionevoli e non arbitrari e che gli stessi siano stati correttamente applicati ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio individuato nel Progetto di Fusione.

Firenze, 23 Novembre 2016

(Prof. Leonardo Quagliotti)



(Dott. Marco Lombardi)



(Dott. Lorenzo Boni)

