



Ai Soci di GESAM S.p.A.  
Spett.  
**Lucca Holding S.p.A.**  
Via dei Bichi, 340 (San Marco)  
55100 Lucca

Spett.  
**Toscana Energia S.p.A.**  
Piazza Enrico Mattei, 2  
50127 Firenze

Spett.  
**Comune di Capannori**  
Piazza Aldo Moro, 1  
55021 Capannori (LU)

e p.c.

Spett.  
**Lucca Holding Servizi S.r.l.**  
Via dei Bichi, 340  
55100 Lucca

Genova, 12 dicembre 2017

**Oggetto: Scissione di GESAM S.p.A. - Relazione dell'esperto ai sensi dell'art. 2501-sexies-2506-ter, del Codice Civile**

## 1. Motivo ed oggetto dell'incarico

Ci avete comunicato che il Presidente del Tribunale di Lucca, con nomina 5 dicembre 2017, ha conferito l'incarico di redigere la relazione sulla congruità del rapporto di cambio (di seguito anche "il Rapporto di cambio") dell'operazione di scissione non proporzionale della GESAM S.p.A.

In particolare, quale esperto indipendente incaricato ai sensi dell'art. 2501-sexies, richiamato dall'art. 2506-ter Codice Civile, è stato nominato il sottoscritto dott. Paolo Macchi ("l'Esperto"), socio di questo studio e qui domiciliato, iscritto all'Albo dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili di Genova al n.



1058, sez. A, ed al Registro dei Revisori Legali ex D.M. 27 luglio 1999 al n. 83420 pubblicato in G.U. n. 77 del 28 settembre 1999.

Il parere di congruità richiesto comporta, in base alla prassi valutativa corrente, un giudizio su un risultato già comunicato all'esperto, in relazione al quale è necessario un conforto professionale indipendente. L'analisi è in questo caso svolta "a ritroso", mostrando generalmente che il risultato si colloca nella fascia dei possibili esiti ragionevoli del processo di stima.

Il presente incarico è stato assunto dall'Esperto ricorrendo i seguenti requisiti soggettivi:

- a) rispetto dell'etica professionale;
- b) indipendenza richiesta dal tipo di mandato ricevuto;
- c) oggettività nella ricerca e nell'acquisizione degli elementi informativi, nelle successive elaborazioni e nella trasmissione dei risultati, distinguendo i dati di fatto dalle interpretazioni e dai giudizi personali;
- d) diligenza nello svolgimento delle diverse fasi del processo valutativo, come pure nella verifica della sussistenza delle condizioni per poter svolgere il proprio mandato;
- e) possesso delle doti di professionalità e di competenza tecnica richieste, come pure il livello delle conoscenze necessarie allo svolgimento del proprio lavoro.

Nel corso del lavoro, sono state tempestivamente ricevute la Relazione degli amministratori che indica, illustra e giustifica il Rapporto di Cambio, ai sensi dell'art. 2501-*quinquies* del codice civile, come richiamato dall'art. 2506-*ter* dello stesso codice, nonché la situazione economico patrimoniale di GESAM S.p.A. al 31/08/2017 assunta quale situazione patrimoniale di riferimento ai sensi dell'art. 2501-*quater* come richiamato dall'art. 2506-*ter* Codice Civile.

Si attesta altresì che l'Esperto incaricato ha conferito con gli amministratori, con il direttore amministrativo e con l'*advisor* della Società, che hanno messo a disposizione dello scrivente le analisi e gli aggiornamenti via via predisposti dalla Società e dalle sue controllate.

## 2. Natura e portata della presente relazione

Al fine di fornire agli azionisti idonee informazioni circa il Rapporto di Cambio, la presente relazione indica i metodi seguiti dagli amministratori per la loro determinazione e le difficoltà di valutazione riscontrate. Essa contiene inoltre la **valutazione sull'adeguatezza** dei metodi seguiti sotto il profilo della ragionevolezza, della non arbitrarietà e dell'importanza attribuita a ciascuno di essi, nonché della loro corretta applicazione.

Nell'esaminare i metodi di valutazione adottati dagli amministratori, anche sulla base delle valutazioni dei consulenti, non è stata quindi effettuata una compiuta valutazione economica di GESAM S.p.A. nel suo complesso, che è invece stata svolta dal Consiglio di Amministrazione e dai consulenti incaricati, ma ci si è limitati a verificare la correttezza dei metodi adottati, dei procedimenti di calcolo e/o di stima e del risultato conseguente, prendendo in considerazione eventuali influenze sul Rapporto di Cambio al variare delle variabili sottostanti (**analisi di sensitività**).

## 3. Documentazione utilizzata

Nello svolgimento del presente lavoro l'Esperto ha ottenuto i documenti e le informazioni ritenuti utili al lavoro, in particolare:

- 
- il Progetto di scissione;
  - la Relazione degli amministratori;
  - la relazione dell'*advisor* Utiliteam Co. S.r.l. alla data del 10 novembre 2017;
  - la situazione economico patrimoniale di GESAM S.p.A. redatta alla data del 31/08/2017 (data di riferimento) ai sensi dell'art. 2501-*quater* cod. civ. ed approvata il 27 novembre 2017;
  - i bilanci degli esercizi 2016, 2015 e 2014 comprensivi delle relazioni del collegio sindacale e del soggetto incaricato della revisione contabile –ove esistente– di GESAM S.p.A. e delle società controllate Gesam Gas e Luce S.p.A., Gesam Energia S.p.A. e Polo Energy S.p.A.;
  - situazioni contabili delle predette società controllate alla data del 31/08/2017;
  - fogli di lavoro in formato elettronico predisposti dall'*advisor*, recanti i dati di *input* ed i risultati delle elaborazioni matematiche condotte.

#### 4. Metodi di valutazione adottati dagli amministratori per la determinazione del rapporto di cambio

Gli amministratori, anche sulla base delle indicazioni del proprio *advisor*, in considerazione della rilevanza e complessità dell'operazione di scissione hanno ritenuto di operare come segue.

##### 4.1. Premessa

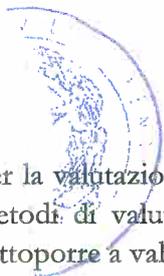
GESAM S.p.A. è stata costituita nel 1995 a seguito della trasformazione dell'azienda municipalizzata. Attualmente il capitale sociale di GESAM S.p.A. è così ripartito: Lucca Holding S.p.A., titolare una partecipazione pari al 59,69% del capitale sociale, Toscana Energia S.p.A., titolare una partecipazione pari al 40,00% del capitale sociale e Comune di Capannori titolare una partecipazione pari al 0,31% del capitale sociale.

Essa esercita direttamente due servizi pubblici: la distribuzione del gas naturale nella provincia di Lucca (compreso il capoluogo) e la gestione dei servizi cimiteriali a nel comune di Lucca. Controlla inoltre tre società operative: Gesam Gas e Luce S.p.A. (di cui detiene una partecipazione pari al 60% del capitale sociale), che svolge attività di vendita di gas ed energia elettrica a clienti finali, Gesam Energia S.p.A. (di cui detiene la partecipazione totalitaria), che svolge l'attività di gestione calore e di illuminazione pubblica, e Polo Energy S.p.A. (di cui detiene una partecipazione pari al 90% del capitale sociale), che svolge l'attività di gestione di impianti fotovoltaici.

A seguito dell'operazione di scissione, quale è descritta nel progetto di scissione e che condurrà allo **scorporo della partecipazione di Gesam Energia S.p.A., del ramo dei servizi cimiteriali e della sede di Via Nottolini**, la GESAM S.p.A. muterà la propria denominazione in Gesam Reti S.p.A.

##### 4.2. Metodi di valutazione utilizzati dagli amministratori

Gli amministratori hanno opportunamente operato una valutazione stratificata secondo la logica SOTP (*Sum Of The Parts*), ritenuta particolarmente adatta stante le caratteristiche di GESAM S.p.A. ed il fatto che le valutazioni sono finalizzate ad un'operazione di scissione non proporzionale.



Per la valutazione dei vari rami di azienda costituenti il “gruppo” GESAM sono stati impiegati diversi metodi di valutazione ritenuti di volta in volta maggiormente appropriati a seconda del target da sottoporre a valutazione.

La società è stata quindi valutata sommando le singole valutazioni attribuibili a ciascun ramo di business inteso come entità suscettibile di autonoma valutazione.

In particolare:

1. per **GESAM S.p.A.**:

- 1.1. quanto al ramo di azienda relativo alla *distribuzione gas* è stato utilizzato il metodo della *Regulatory Asset Base (RAB)*, rettificato del valore della posizione finanziaria netta alla data del 31/08/2017.
- 1.2. per la restante parte di Gesam S.p.A., e cioè il ramo relativo alla gestione dei *servizi cimiteriali*, è stato utilizzato il metodo del *Discounted Cash Flow* con orizzonte temporale di riferimento 2018-2031, rettificato del valore della posizione finanziaria netta alla data del 31/08/2017. Si segnala che nel perimetro di questo ramo aziendale è stato inserito anche l'immobile adibito a sede sociale, sito in Lucca, via Nottolini, civico 34, che è stato valutato al valore corrente, sulla base di apposta perizia redatta dallo Studio Tecnico Associato Kostner di cui gli Amministratori hanno fatto propri i risultati.

2. per **Gesam Gas e Luce S.p.A.**, esercente attività di commercializzazione del gas, è stato utilizzato il valore medio dei valori scaturenti dall'applicazione dei seguenti tre metodi di valutazione:

- 2.1 metodo del *Discounted Cash Flow* con orizzonte temporale di riferimento 2018-2020, oltre a un *Terminal Value* determinato come valore attuale di una rendita perpetua con rata pari al flusso di cassa netto atteso per l'esercizio 2020;
- 2.2 metodo dei multipli di settore, con ipotesi di coefficiente pari a 7,50 applicato al EBITDA dell'esercizio 2017 (primi 8 mesi), come da studio di settore fonte “KPMG Global Energy Institute Europe, Middle East & Africa”;
- 2.3 metodo delle transazioni comparabili, con considerazione della grandezza “euro/cliente”, nel valore medio praticato in occasione delle principali, recenti transazioni aventi ad oggetto aziende commerciali (o quote di partecipazione) di caratteristiche analoghe a quella in esame

poi rettificato del valore della posizione finanziaria netta alla data del 31/08/2017.

3. per **Gesam Energia S.p.A.**, esercente attività di gestione calore e di illuminazione pubblica, è stato utilizzato il metodo del *Discounted Cash Flow* con orizzonte temporale di riferimento al 2040, rettificato del valore della posizione finanziaria netta alla data del 31/08/2017.

4. per **Polo Energy S.p.A.**, esercente attività di gestione di impianti fotovoltaici, è stato utilizzato il metodo del *Discounted Cash Flow* con riferimento al periodo 2018-2035, rettificato del valore della posizione finanziaria netta alla data del 31/08/2017.

4.3. *Descrizione dei metodi di valutazione*

4.3.1. *Regulatory Asset Base (RAB)*

Trattasi di **metodo** di valutazione di natura **patrimoniale**, basato cioè esclusivamente sul valore degli *asset* aziendali detenuti, senza quindi tenere conto delle potenzialità e/o aree di rischio economico-finanziario prospettiche.

In particolare, la RAB rappresenta il valore degli *asset* riconosciuto ai fini tariffari dal regolatore (Autorità per l'Energia Elettrica e il Gas), calcolato come costo storico di acquisizione/costruzione, diminuito dei contributi ricevuti e degli ammortamenti tariffari intercorsi, ed aumentato di un determinato coefficiente di rivalutazione monetaria.

In sostanza, la RAB rappresenta il valore dei cespiti che sarà recuperato mediante l'apposita quota ideale di tariffa (ammortamento più remunerazione).

Segnaliamo che gli Amministratori di GESAM S.p.A. hanno ritenuto preferibile assumere il predetto valore RAB, invece che –come talvolta avviene nella prassi– il corrispondente valore VIR (Valore Industriale Residuo), poiché hanno ritenuto il valore RAB caratterizzato da minore grado di aleatorietà.

L'approccio di natura patrimoniale è stato ritenuto preferibile in quanto le aziende di distribuzione gas sono caratterizzate da una preponderanza del valore delle immobilizzazioni tecniche rispetto alla totalità degli *assets*.

#### 4.3.2. *Il Discounted Cash Flow*

Il *Discounted Cash Flow* (DCF) è uno dei metodi più utilizzati ed è basato sulla **valutazione attualizzata dei flussi di cassa** (monetari) generati dalla gestione operativa per la durata di un progetto. Il risultato del DCF è il VAN ossia la somma algebrica di tutti i flussi finanziari futuri sia negativi che positivi attualizzati sulla base di un tasso di sconto che esprime il costo opportunità del capitale (ossia il costo delle risorse finanziarie impiegate dall'azienda). In particolare il VAN si determina come di seguito:

$$VAN = -C_0 + \sum_{i=0}^n \frac{CF_i}{(1+WACC)^i} + \frac{TV_n}{(1+WACC)^n}$$

dove:

$CF_i$  flussi di cassa operativi al periodo  $i$ -esimo

$C_0$  investimento iniziale all'istante  $t_0$

$TV$  *terminal value* ossia il valore dei flussi di cassa disponibili dopo il periodo esplicito di previsione

$WACC$  costo del capitale, dato dalla somma ponderata tra il costo del debito ed il costo dell'*equity*:

$$WACC = k_e \cdot \frac{E}{E+D} + k_d \cdot (1-\tau) \cdot \frac{D}{E+D}$$

con:  $k_e$  rendimento atteso dagli azionisti;  $E$  valore del patrimonio netto;  $D$  valore della posizione finanziaria netta;  $k_d$  costo del debito;  $\tau$  beneficio fiscale da deduzione interessi

Il VAN è un buon indicatore per valutare un'azienda, in quanto:



- se  $VAN > 0$  l'enterprise value è positivo in quanto si stima che generi valore nel tempo;
- se  $VAN < 0$  l'enterprise value è negativo in quanto si stima che non generi valore nel tempo.

#### 4.3.3. Multipli di settore

Si tratta di un c.d. **metodo diretto** di valutazione in quanto fa riferimento agli effettivi **prezzi espressi dal mercato** per quote di capitale dell'impresa medesima o di aziende similari determinato a partire da dati contabili quali fatturato, margine operativo lordo (Ebitda), risultato operativo lordo (Ebit), utile netto, ecc.

Come detto, nel caso di Gesam Gas e Luce è stata utilizzata quale base di riferimento il margine operativo lordo (Ebitda) che è stato moltiplicato sulla base degli indici espressi dalla dottrina valutativa per settore delle *utilities*.

#### 4.3.4. Transazioni comparabili

Anche questo metodo di valutazione, come già il precedente, costituisce un c.d. metodo diretto, in quanto fa riferimento agli effettivi prezzi espressi dal mercato partendo dal **raffronto con transazioni simili**.

A differenza del metodo dei multipli quello delle transazioni comparabili individuali il valore di un'azienda con riferimento ai prezzi effettivamente negoziati nell'ambito di transazioni private di quote del capitale economico di imprese comparabili.

Nel settore di riferimento l'elemento che determina il valore dell'azienda è il portafoglio clienti, e pertanto il driver di riferimento è normalmente il prezzo per singolo cliente.

### **5. Le difficoltà di valutazione riscontrate dal Consiglio di Amministrazione di GESAM S.p.A.**

Le valutazioni alle quali il Consiglio di Amministrazione di Gesam S.p.A. è pervenuto per la determinazione del Rapporto di cambio devono essere considerate alla luce di talune difficoltà che, nel caso in esame, possono essere così sintetizzate:

In merito al ramo *distribuzione gas*, valutato a RAB, gli Amministratori non sono incorsi in difficoltà particolari, trattandosi in massima parte di valori già riconosciuti dal regolatore, e in parte minore residuale di importi in via di rendicontazione. Si segnala tuttavia che gli Amministratori hanno ritenuto di **non** procedere ad una seconda valutazione, effettuata in parallelo, al fine di **confermare la valutazione RAB**. Una valutazione di controllo con il metodo DCF avrebbe consentito di verificare, tra l'altro, la maggiore o minore redditività dovuta alla stratificazione degli investimenti (per categoria e per vita tariffaria residua), il grado di copertura dei costi operativi, l'esistenza di possibili rischi per penali, etc.

Quanto al ramo *vendita gas* (Gesam Gas e Luce S.p.A.),

- la valutazione effettuata con il metodo DCF sconta necessariamente un certo grado di **aleatorietà** che è comunque insito nell'attendibilità delle previsioni dei flussi e dei margini futuri, nonché nella stima dei tassi di attualizzazione, in particolare in un mercato, come quello in esame, caratterizzato da crescente concorrenza e complessità del quadro regolatorio;
- le valutazioni operate con i metodi dei multipli di settore e delle transazioni comparabili, diversamente, presentano quelle limitazioni e **difficoltà applicative** dovute all'assunzione che il



mercato sia sufficientemente efficiente e liquido. Inoltre l'andamento delle quotazioni di mercato può essere caratterizzato da fenomeni di volatilità, specie nel breve termine.

Nel valutare il ramo *gestione calore e illuminazione pubblica* (Gesam Energia S.p.A.), oltre alle incertezze insite nel metodo previsionale DCF di cui è detto poc'anzi, gli Amministratori hanno dovuto assumere che la Società, una volta divenuta ente di totale controllo pubblico, possa **ricontrattare con l'Ente Locale l'obbligo di effettuazione degli investimenti** nella misura di 0,9 milioni di euro all'anno nel periodo esplicito di previsione (2018-2020) e di 0,2 milioni di Euro nel periodo successivo, sino al 2040, rispetto all'impegno ad oggi vigente per circa 1,5 milioni all'anno.

Le difficoltà specifiche del ramo *gestione di impianti fotovoltaici* (Polo Energy S.p.A.), oltre ai già citati normali profili di incertezza implicati dalla valutazione DCF, risiedono nella natura del settore delle energie rinnovabili, la cui redditività è funzione del livello di **incentivo pubblico**, che, come peraltro già avvenuto nel recente passato, potrebbe subire significative riduzioni in forza di provvedimenti di legge.

In relazione al ramo *servizi cimiteriali*, si segnala che trattasi del ramo di azienda che, nel complesso, presentava per gli Amministratori le **minori criticità di valutazione**, poiché caratterizzato per natura dalla stabilità dei flussi.

Quanto infine alla valutazione dell'*immobile adibito a sede sociale* (il cui valore, come detto, ai fini del rapporto di cambio è incluso nel ramo servizi cimiteriali, cioè negli *asset* di proprietà di GESAM S.p.A. che saranno trasferiti alla beneficiaria), si segnala che la perizia di stima esaminata non tiene conto né dei costi di demolizione del fabbricato destinato ad uffici tecnici, né di eventuali oneri di bonifica ambientale.

## 6. I Principali elementi non considerati nelle analisi valutative *stand alone*

Il Consiglio di Amministrazione di GESAM S.p.A., in accordo alla prassi valutativa per operazioni similari, non ha considerato l'impatto sul Rapporto di Cambio delle potenziali sinergie quali ad esempio:

- Sinergie di costo;
- Sinergie finanziarie derivanti da maggiore solidità patrimoniale e finanziaria;
- Sinergie di scopo, connesse con l'esecuzione di lavori previsti nel piano degli investimenti.

## 7. Il Rapporto di Cambio

La valutazione operata dagli Amministratori, con il supporto del proprio *advisor*, ha portato a determinare un rapporto di cambio riconoscendo a Toscana Energia e al Comune di Capannori una maggiore quota percentuale nella società per azioni rispetto a quella detenuta inizialmente, per compensare la mancata partecipazione dei due soci di minoranza al capitale delle società beneficiarie, alle quali saranno assegnati beni, diritti e aziende diversi dal ramo di distribuzione del gas.

Gli Amministratori poi, sulla base di considerazioni anche di natura negoziale, in sede di approvazione del Progetto ha infine deciso che il rapporto di cambio sia fissato come segue:

saranno annullate tutte le azioni di GESAM S.p.A. esistenti prima della scissione e pari a n. 5.521.600 azioni del valore nominale di Euro 5,17 ciascuna e rimesse: a) n. 11.696.451 azioni di serie A intestate a Lucca Holding S.p.A.; b) n. 8.861.529 azioni di serie B intestate a Toscana Energia S.p.A.; c) n. 68.677 azioni di serie C intestate al Comune di Capannori, tutte del valore nominale di Euro 1,00 ciascuna.

**SALT**SOCIETÀ ASSICURATIVE  
ITALIANE

Come illustrato nella Relazione degli amministratori, tale rapporto di concambio è idoneo a fare sì che per ciascun Socio il valore corrente della attuale partecipazione in GESAM S.p.A. sia pari al valore corrente della futura partecipazione in Gesam Reti S.p.A., quest'ultimo aumentato, per la sola Lucca Holding S.p.A., del valore corrente della partecipazione totalitaria in Gesam Servizi S.r.l., come risulta dal seguente prospetto (valori espressi in migliaia di euro):

<u>VALORE EFFETTIVO DI GESAM SPA, ARTICOLATO PER SETTORE DI ATTIVITA'</u>						
	Ramo Distribuzione gas	Ramo Gestione cimiteri	GESAM Gas e Luce	GESAM Energia	POLO Energy	TOTALE
Valore totale	54.041	3.804	19.179	1.081	481	78.586
% possesso	100%	100%	60%	100%	90%	
Valore di pert. di Gesam S.p.A.	54.041	3.804	11.508	1.081	433	70.866
<u>VALORE EFFETTIVO DELLE PARTECIPAZIONI DEI SOCI ANTE SCISSIONE</u>						
Lucca Holding SpA 59,69%	32.257	2.271	6.869	645	259	<b>42.300</b>
Toscana Energia SpA 40,00%	21.616	1.522	4.603	432	173	<b>28.347</b>
Comune di Capannori 0,31%	168	12	36	3	1	<b>220</b>
	<u>54.041</u>	<u>3.804</u>	<u>11.508</u>	<u>1.081</u>	<u>433</u>	<u><b>70.867</b></u>
<u>VALORE EFFETTIVO DELLE PARTECIPAZIONI DEI SOCI POST SCISSIONE</u>						
Lucca Holding SpA 56,71%	30.644	3.804	6.525	1.081	246	<b>42.300</b>
Toscana Energia SpA 42,96%	23.217	0	4.944	0	186	<b>28.347</b>
Comune di Capannori 0,33%	180	0	38	0	1	<b>220</b>
	<u>54.041</u>	<u>3.804</u>	<u>11.508</u>	<u>1.081</u>	<u>433</u>	<u><b>70.867</b></u>

## 8. Il lavoro svolto

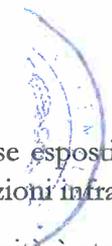
### 8.1. Il Lavoro svolto sulla documentazione utilizzata in precedenza menzionata

Sulla base dell'incarico ricevuto lo scrivente ha svolto una lettura critica della Relazione degli Amministratori, nonché delle bozze di lavoro messe a disposizione nelle settimane precedenti alla data di consegna delle Relazione degli Amministratori nella versione finale.

La situazione patrimoniale alla data del 31/08/2017, approvata dal Consiglio di Amministrazione e assunta quale situazione patrimoniale di riferimento ai sensi dell'art. 2501-*quater*, è stata assoggettata a revisione contabile parziale dalla società incaricata. I Soci hanno dichiarato la loro disponibilità a rinunciare alla situazione patrimoniale delle società beneficiarie, in quanto ininfluenti per la determinazione del Rapporto di Cambio.

Come rammentato lo scrivente ha preso visione dei bilanci degli esercizi chiusi rispettivamente alle date del 31.12.2016 e 31.12.2015 e 31.12.2014, assoggettati a revisione contabile della società Baker Tilly Revisa S.p.A. (2016) e PKF Italia S.p.A. (2015 e 2014), che hanno emesso relazioni di revisione con giudizi senza rilievi.

In relazione alla situazione patrimoniale alla data di riferimento lo scrivente ha conferito con il Presidente, il Direttore Generale nonché con il Direttore Amministrativo della Società, al fine di rilevare i principi contabili utilizzati ed i fatti salienti concernenti la loro redazione, nonché analisi critiche degli ammontari



in esse esposti e degli indici di bilancio dai medesimi ricavabili, anche in comparazione con analoghe situazioni infrannuali in pari date degli anni precedenti.

L'attività è stata svolta in misura ritenuta necessaria per le finalità dell'incarico conferito, indicate nel precedente paragrafo 2.

Lo scrivente ha altresì raccolto attraverso colloqui con la Direzione della Società nonché con il Presidente, Con il Direttore Generale e con il Direttore Amministrativo di GESAM S.p.A., informazioni circa gli eventi verificatisi dopo la data di riferimento che possano influenzare il valore del concambio.

Sulla base di quanto attestato alla data della presente relazione **non si sono verificati eventi o circostanze che richiedano una modifica del rapporto di concambio.**

Lo scrivente ha inoltre discusso con l'*advisor*, i criteri utilizzati per la redazione dei piani economico finanziari utilizzati nelle valutazioni, fermo restando le incertezze ed i limiti connessi con ogni stato previsionale.

## 8.2 *Il Lavoro svolto sui metodi utilizzati per la determinazione dei rapporti di cambio*

In relazione a ciò lo scrivente ha svolto le seguenti procedure:

- valutazione della ragionevolezza e della non arbitrarietà dei metodi applicati alle singole linee di business;
- verifica della completezza e della coerenza interna dei procedimenti seguiti dagli Amministratori nella determinazione del valore corrente dei rami di azienda interessati;
- verifica della coerenza dei dati utilizzati con rispetto alle fonti di riferimento e con la documentazione utilizzata di cui al paragrafo 3;
- verifica delle analisi di sensitività nell'ambito dei metodi di valutazione adottati;
- verifica della correttezza matematica del calcolo dei calcoli effettuati in applicazione delle metodologie di valutazione adottate.

## 9. **Commenti e precisazioni sull'adeguatezza dei metodi di valutazione adottati dagli amministratori per la determinazione del rapporto di concambio**

Con riferimento al presente incarico preme anzitutto sottolineare che la finalità del procedimento decisionale degli Amministratori consiste in una stima dei valori economici relativi a GESAM S.p.A. effettuata attraverso l'applicazione di criteri specifici per la determinazione del Rapporto di Cambio e, quindi, non utilizzabile per finalità diverse.

Gli Amministratori coerentemente con le finalità delle valutazioni eseguite hanno privilegiato la scelta di metodologie idonee ad esprimere il valore equo delle singole componenti attive e passive della società ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio.

La relazione degli Amministratori per illustrare l'operazione di scissione descrive le motivazioni sottostanti le scelte metodologiche dagli stesi effettuate, con il supporto dell'*advisor*, ed il processo logico seguito ai fini della determinazione dei rapporti di concambio.

Al riguardo si esprimono di seguito le considerazioni dello scrivente sull'adeguatezza, in termini di ragionevolezza e non arbitrarietà, dei metodi di valutazione adottati dagli amministratori per la determinazione del Rapporto di cambio, nonché sulla loro corretta applicazione.

L'approccio metodologico complessivamente adottato dagli amministratori risulta in linea con la prassi valutativa e la tecnica professionale prevalente. La valutazione del capitale economico di GESAM S.p.A. è stata fatta dagli Amministratori per le finalità specifiche dell'operazione in esame, utilizzando metodi comunemente accettati e largamente condivisi dalla prassi professionale.

Nell'applicazione delle metodologie valutative prescelte gli amministratori hanno opportunamente considerato le caratteristiche ed i limiti impliciti in ciascuna di esse sulla base della tecnica valutativa professionale, nazionale ed internazionale, normalmente seguita.

Gli elementi patrimoniali attivi e passivi sono stati valutati ricorrendo a metodologie ritenute caso a caso le più appropriate, ma in ogni caso secondo un approccio ampiamente condiviso nella prassi.

Limitatamente alla valutazione di Gesam Gas e Luce S.p.A. (ramo gas) sono state adottate tre diverse metodologie, di cui si è infine considerato il valore medio. Si segnala che la prassi generalmente accettata in tema di valutazione normalmente prevede che la valutazione avvenga mediante un solo metodo, e che gli eventuali altri metodi siano utilizzati come conferma, e non già come valori da mediare. Peraltro, eventuali modifiche ai pesi adottati nell'effettuazione della media non comportano significative variazioni del Rapporto di Cambio.

Le valutazioni sono state effettuate in un'ottica *stand alone*, ossia prescindendo da eventuali sinergie derivanti da possibili future operazioni di aggregazione. Tali operazioni pur essendo suscettibili di generare un valore incrementale, non influenzano la definizione del valore relativo della società destinataria del ramo ai fini del Rapporto di Cambio. Tale scelta risulta ragionevole ed appare in linea con l'orientamento della migliore dottrina di valutazione e con la prassi seguita in maniera costante in operazioni analoghe e/o simili.

## 10. Conclusioni

Sulla base della documentazione esaminata e delle procedure sopra indicate, tenuto conto della natura e portata del presente lavoro come illustrate nella presente relazione, si ritiene che i metodi di valutazione adottati dagli amministratori di GESAM S.p.A. siano idonei alla finalità della determinazione del Rapporto di Cambio della scissione in esame, e che siano stati in concreto correttamente applicati.

Dott. Paolo Macchi



