

**PROGETTO DI FUSIONE PER INCORPORAZIONE
di ASET HOLDING S.p.A. in ASET S.p.A.**

**RELAZIONE DELL'ESPERTO SUL RAPPORTO
DI CAMBIO**

ai sensi dell'art. 2501 sexies Codice Civile

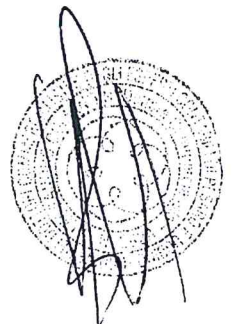
Agli azionisti

di **ASET S.p.a.**

e

di **ASET HOLDING S.p.A.**

Nel quadro della prospettata fusione per incorporazione di Aset Holding S.p.A. in Aset S.p.A., in data 29 gennaio 2014, lo scrivente, Dott. Alessandro Comandini, Dottore Commercialista iscritto al n. 392A dell'Albo dei Dottori Commercialisti ed Esperti Contabili della Circostrizione dei Tribunali di Pesaro e Urbino, e Revisore Contabile, iscritto nel Registro dei Revisori Contabili al n. 12040 con provvedimento 19/04/01, pubblicato nella Gazzetta Ufficiale della Repubblica Italiana, Supplemento n. 036 – IV Serie Speciale del 08/05/01, con studio in 61121 Pesaro, C.so XI Settembre n. 93, è stato nominato dal Tribunale di Pesaro, quale esperto comune per la relazione (la "Relazione") sulla congruità del rapporto di cambio delle azioni della società incorporante con il



capitale sociale (il "Rapporto di Cambio"), ai sensi dell'art. 2501 sexies del Codice Civile.

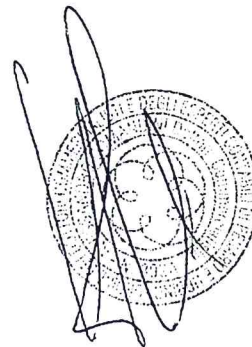
La relazione che segue, sarà così articolata:

1. Contenuto e limiti della relazione di congruità pag. 2
2. Procedura per la determinazione del rapporto di cambio pag. 4
3. Contenuto della delibera del Consiglio di amministrazione della ASET S.p.A. incorporante pag. 8
4. Contenuto della delibera del Consiglio di Amministrazione della ASET Holding S.p.A. incorporanda pag. 14
5. Informazioni e documenti ottenuti e verifiche compiute pag. 15
6. Metodi seguiti per determinare il rapporto di cambio e i relativi valori pag. 17
7. Eventuali difficoltà di valutazione pag. 19
8. Adeguatezza dei metodi seguiti pag. 20
9. Parere di congruità del rapporto di cambio pag. 26

1. CONTENUTO E LIMITI DELLA REDAZIONE DI CONGRUITA'

Si ritiene utile premettere alcune considerazioni sulla portata e sulle finalità dell'indagine prodromica alla presente relazione. A tal fine giova effettuare un accostamento fra la relazione di stima prevista dall'art. 2343, comma 1, cod. civ. (richiamato dall'art. 2500 ter, comma 2, in tema di trasformazione di società di capitali), e la relazione di congruità di cui al successivo art. 2501 sexies (richiamato dall'art. 2506 ter, comma 3, per la scissione).

Oggetto della relazione di stima è in via diretta un singolo bene o un complesso di beni o un'azienda; in questi ultimi due casi deve essere attribuito un valore all'insieme, nonché a ciascun bene costituente il complesso o l'azienda; la relazione deve contenere non solo l'indicazione dei criteri di valutazione adottati, ma anche la descrizione dei beni oggetto di stima. Se ne deduce che l'accesso nei luoghi nei quali i beni si trovano e la verifica di documenti e scritture contabili, nel caso di valutazione di crediti e



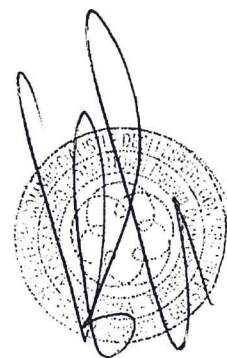
soprattutto di aziende, si pongono come condizioni indispensabili e connaturate al corretto svolgimento dell'incarico.

Nel prescrivere la suddetta relazione di stima, pare che il legislatore abbia avuto di mira soprattutto la tutela di interessi di ordine pubblico - l'integrità del capitale sociale nella società aventi personalità giuridica e quindi una responsabilità limitata al proprio capitale - e non solo mediatamente l'interesse di singoli soci (ad esempio quelli che conferiscono denaro nei confronti di quelli che conferiscono beni o crediti). Deve a ciò ascriversi la richiesta di una relazione giurata.

Oggetto della relazione di congruità è, invece, un rapporto di cambio fra le azioni da annullare per effetto della fusione e le azioni della società incorporante o della nuova società risultante dalla fusione, da attribuire in sostituzione delle azioni annullate: quindi oggetto della relazione è un rapporto e solo in via mediata i beni (rectius le aziende) sulla cui valutazione è costruito il rapporto. La constatazione che trattasi di un procedimento indiretto è avvalorata dal fatto che la relazione non si estrinseca nella formulazione di un valore, ma di un giudizio di congruità di un valore da altri determinato.

La relazione di congruità è quindi prevalentemente espressione di attività di controllo: l'esperto deve pronunciarsi sull'adeguatezza dei criteri di valutazione adottati dagli amministratori e, nel caso di adozione di più di un criterio, sulla rilevanza attribuita a ciascuno di essi nella determinazione del valore prescelto (da leggere come rapporto di cambio), nonché sulle eventuali difficoltà di valutazione (e quindi sulle probabilità di errore) insite nei suddetti criteri. L'ispezione di luoghi e di contabilità non è connaturata all'indagine; essa è necessaria solo in caso di incompletezza o incertezza delle informazioni raccolte.

Nel prescrivere la citata relazione di congruità il legislatore sembra aver inteso tutelare prevalentemente i diritti dei soci (si veda a proposito il 4° considerando della III direttiva CEE, 9 ottobre 1978, n. 855); i loro diritti



possono infatti essere incisi da un incongruo rapporto di cambio. La valutazione degli amministratori non incide infatti sul bilancio della società incorporante o risultante dalla fusione, ma solo sulla ripartizione della azioni. L'interesse pubblico è meno rilevante, e probabilmente a ciò deve ascriversi la mancata prescrizione legislativa del giuramento da parte dell'esperto.

Merita qui sottolineare che l'esperto di cui all'art. 2501 sexies non compie valutazioni separate della società che andranno a fondersi, bensì una valutazione congiunta, e più precisamente comparata, delle società medesime. A tal fine i metodi utilizzati dagli amministratori e controllati dall'esperto per la valutazione delle società in procinto di fondersi, devono essere per quanto possibile omogenei, giacché assume diretta rilevanza non il valore attribuito a ciascuna società, quanto la comparazione dei valori e perciò il loro rapporto.

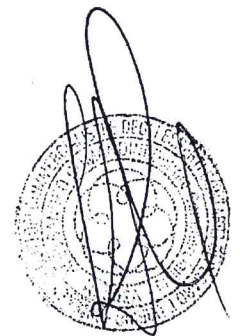
Non è peraltro corretto desumere dalla presente relazione il valore della società partecipanti alla fusione, in quanto ciascun valore è semplicemente un componente del valore che è oggetto di controllo di congruità: il rapporto di cambio.

Le suesposte considerazioni sono valide anche con riferimento al caso di specie.

2. PROCEDURA PER LA DETERMINAZIONE DEL RAPPORTO DI CAMBIO.

Nell'ambito delle operazioni di fusione, la determinazione del rapporto di cambio, rappresenta uno dei momenti se non il momento centrale dell'intera operazione.

La determinazione del rapporto di cambio è subordinata alla preventiva stima del valore del capitale economico (di seguito "il valore") delle società partecipanti all'operazione che può essere ottenuta mediante due diversi approcci:



1) stand-alone: le due società sono valutate separatamente per cui si stimano i rispettivi flussi di risultato attesi "normalizzati" in funzione dell'operazione di fusione (non considera gli aspetti sinergici derivanti dalla fusione);

2) prospettiva sinergica: le due società sono valutate sulla base dei flussi di risultato attesi post fusione derivanti dalle sinergie a livello corporate che si ritiene di realizzare (si stima il valore della società risultante dalla fusione).

Nella determinazione del rapporto di cambio, bisogna distinguere:

1) il concambio "teorico", determinato in modo analitico sulla base della stima del valore delle società partecipanti all'operazione;

2) il concambio "effettivo", determinato sulla base di una negoziazione tra le società partendo dai rispettivi valori analiticamente stimati e considerando altri fattori, quali le prospettive strategiche e/o aspetti non di carattere strettamente economico-finanziario che impattano sul rapporto di forza tra le parti. La negoziazione può essere:

- "reale/pura" quando tra le società non esiste nessun vincolo né di diritto né di fatto;

- "condizionata" quando tra le società esistono vincoli di diritto o di fatto tali da determinare un rapporto di subalternità di una delle parti all'altra (caso della controllata che viene acquisita dalla controllante dove la controllata non esprime una vera autonomia).

Nella determinazione del rapporto di cambio è necessario che:

1) il calcolo analitico sia sempre dimostrabile, obiettivo ed affidabile;

2) i criteri adottati nella stima del valore delle società coinvolte nell'operazione siano omogenei in vista del confronto della relative *assumptions* di base adottate;

3) le *assumptions* alla base della stima siano sempre affidabili e credibili laddove la non affidabilità dei dati input determina l'inattendibilità dei dati di output indipendentemente dalla bontà del modello utilizzato;

4) il modello di stima del valore sia affidabile distinguendo tra l'approccio:

a) giuridico, in base al quale solo i metodi reddituali risultano pienamente



compatibili con la disciplina della fusione anche quando utilizzati in via esclusiva;

b) tecnico-aziendale, in base al quale la stima del valore solitamente passa attraverso l'impiego di più metodi all'interno di un processo che nella sua interezza deve risultare sempre obiettivo, affidabile e dimostrabile. In base alle caratteristiche dell'azienda e del mercato di riferimento infatti si individua un "**metodo principale**" e più "**metodi di controllo**";

5) la partecipazione posseduta, soprattutto quella di controllo, non risenta dell'effetto "diluizione" che potrebbe aprire la porta a possibili scalate ostili sull'incorporante.

Nel caso specifico della fusione per incorporazione, che qui interessa, per determinare il rapporto di cambio è necessario:

- 1) stimare analiticamente il valore delle società ("a" e "b");
- 2) determinare il **Peso Economico (PE)** delle società sulla base della seguente proporzione tra i rispettivi **capitali economici (CE)**:

$$(CEa + CEb):CEb=1:X$$

da cui:

$$PEb=X= \frac{CEb}{(CEa + CEb)}$$

e quindi:

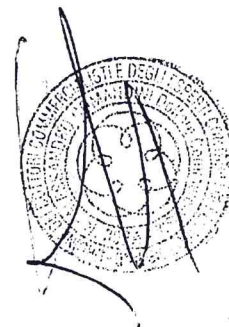
$$PEa=1-X=1- PEb$$

- 3) determinare il **Capitale Sociale (CS)** che la società "a" dovrà avere a seguito della fusione sulla base della seguente proporzione:

$$CEa:(CEa+CEb)=CSa (ante fusione):CSa (post fusione)$$

$$CSa (post fusione)= \frac{(CEa+CEb)*CSa(ante fusione)}{CEa}$$

- 4) determinare, conseguentemente, l'aumento di Capitale Sociale che la società "a" dovrà eseguire:



Aumento di Capitale Sociale "a" = CSa (post fusione) - CSa (ante fusione)

5) determinare il numero delle nuove azioni che la società "a" dovrà emettere e riconoscere ai soci della società "b" in cambio delle loro "vecchie azioni" rapportando l'aumento di Capitale Sociale che la società "a" dovrà operare al valore nominale delle relative azioni:

$$\text{N}^\circ \text{Azioni nuove di "a" da dare a "b"} = \frac{\text{Aumento Capitale sociale a}}{\text{Valore azione di a}}$$

Sulla base di tali elementi si definisce il relativo **rapporto di cambio (RC)** come segue:

$$\text{RC} = \frac{\text{N}^\circ \text{Azioni Nuove di a da riconoscere a b}}{\text{N}^\circ \text{Azioni b}}$$

Numeratore e denominatore devono essere ridotti mediante un minimo comune denominatore sino a giungere, per entrambi, a numeri primi.

Se il numero delle azioni possedute dai soci delle società che si fondono non risultano multipli del denominatore del rapporto di cambio definito, allora il numero teorico delle azioni spettanti ai soci risulta non intero. In questo caso si rendono necessari conguagli in denaro con conseguente arrotondamento per eccesso o per difetto del numero di azioni da attribuire ai soci, salvo procedere, in alternativa, con una **ripartizione dei resti** (valori frazionari di azioni che sulla base del rapporto di cambio determinato dovrebbero essere assegnati ai soci dell'incorporata).

Determinato il rapporto di cambio da parte degli amministratori, interviene l'esperto nominato dal tribunale il quale deve:

a) relazionare ai soci circa il metodo/metodi seguiti per la determinazione del rapporto di cambio ed il/i valore/i ottenuti, oltre a chiarire il percorso



che ha condotto alla determinazione di tale valore;

b) esprimere, motivandolo, un giudizio circa la validità o meno dei metodi applicati, indicando se questi sono giustificati o meno in relazione alle caratteristiche dell'impresa e del mercato di riferimento;

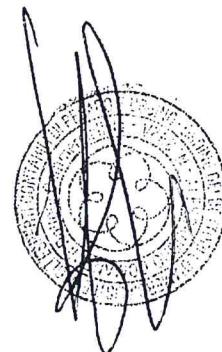
c) evidenziare le eventuali difficoltà di valutazione. Il riconoscimento legislativo di un'ampia discrezionalità tecnica sulla determinazione del valore d'azienda deve considerarsi il frutto di una scelta obbligata stante l'impossibilità tecnica di definire un valore "certo" determinato mediante l'applicazione di un dato metodo.

3. CONTENUTO DELLA DELIBERA DEL CONSIGLIO DI AMMINISTRAZIONE DELL'ASET S.p.A. INCORPORANTE

Si riporta qui il contenuto della deliberazione del consiglio di Amministrazione dell'Aset S.p.A. e, nel paragrafo successivo, quello del consiglio di amministrazione dell'Aset Holding S.p.A., entrambe ricevute a mezzo PEC il giorno 9 novembre 2016 per tramite del Comune di Fano.

Il Consiglio di Amministrazione dell'Aset S.p.A., con delibera del 27 ottobre 2016, risultante in fogli separati sottoscritti, ha approvato il progetto di fusione e una contestuale relazione di corredo, dai quali risultano (artt. 2501 ter, quater e quinquies c.c.):

1. Tipo delle società incorporanda
Società per azioni.
2. Denominazione sociale della società incorporanda
Aset Holding S.p.A.
3. Sede società incorporanda
Via Nolfi 3/A, 61032 Fano (PU)
4. Atto costitutivo e statuto dell'incorporante
Allegato al progetto di fusione.
5. Modificazioni che verranno introdotte allo statuto dell'incorporante
Integrale sostituzione dello statuto sociale con:



- aumento del capitale sociale da euro 3.090.200 ad euro 10.493.910,00 (pari ad un aumento complessivo di euro 7.403.710,00)
- adeguamento delle norme statutarie in funzione della soddisfazione delle nascenti esigenze dall'evolversi del diritto vivente in materia di "società *"in house providing"*
- integrazione dell'oggetto sociale.

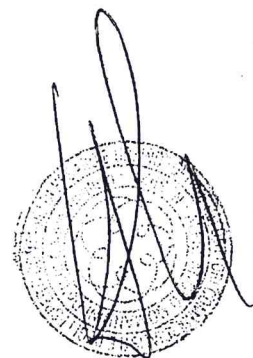
6. Statuto da approvare con il progetto di fusione

Allegato al progetto di fusione

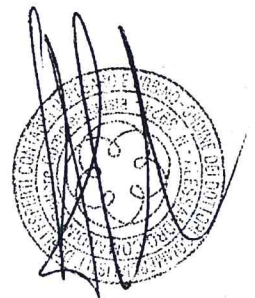
7. Rapporto di cambio

Il rapporto di cambio, è determinato in una quota di partecipazione al capitale sociale della società "ASET SPA" pari a:

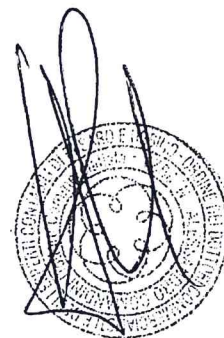
- Euro 7.197.110,00, pari a n. 719.711 azioni ordinarie di v.n. ciascuna di 10 Euro, a fronte di n. 1.656.249 azioni ordinarie, pari a nominali Euro 15.932.532,30, possedute dal **Comune di Fano**, C.F. 00127440410, nella società "ASET HOLDING SPA";
- Euro 34.740,00, pari a n. 3.474 azioni ordinarie di v.n. ciascuna di 10 Euro, a fronte di n. 7.994 azioni ordinarie, pari a nominali Euro 76.899,40, possedute dal **Comune di San Costanzo**, C.F. 81002810414, nella società "ASET HOLDING SPA";
- Euro 33.300,00, pari a n. 3.330 azioni ordinarie di v.n. ciascuna di 10 Euro, a fronte di n. 7.662 azioni ordinarie, pari a nominali Euro 73.706,50, possedute dal **Comune di Monte Porzio**, C.F. 81001610419, nella società "ASET HOLDING SPA";
- Euro 57.900,00, pari a n. 5.790 azioni ordinarie di v.n. ciascuna di 10 Euro, a fronte di n. 13.324 azioni ordinarie, pari a nominali Euro 128.172,10, possedute dal **Comune di Cartoceto**, C.F. 00314620410, nella società "ASET HOLDING SPA";



- Euro 46.320,00, pari a n. 4.632 azioni ordinarie di v.n. ciascuna di 10 Euro, a fronte di n. 10.659 azioni ordinarie, pari a nominali Euro 102.535,80, possedute dal **Comune di Fossombrone**, C.F. 00223590415, nella società "ASET HOLDING SPA";
- Euro 15.200,00, pari a n. 1.520 azioni ordinarie di v.n. ciascuna di 10 Euro, a fronte di n. 3.497 azioni ordinarie, pari a nominali Euro 33.639,90, possedute dal **Comune di Mondavio**, C.F. 81001630417, nella società "ASET HOLDING SPA";
- Euro 1.450,00, pari a n. 145 azioni ordinarie di v.n. ciascuna di 10 Euro, a fronte di n. 333 azioni ordinarie, pari a nominali Euro 3.203,30, possedute dal **Comune di Montefelcino**, C.F. 00360630412, nella società "ASET HOLDING SPA";
- Euro 2.170,00, pari a n. 217 azioni ordinarie di v.n. ciascuna di 10 Euro, a fronte di n. 500 azioni ordinarie, pari a nominali Euro 4.809,80, possedute dal **Comune di Saltara**, C.F. 81003430410, nella società "ASET HOLDING SPA";
- Euro 2.170,00, pari a n. 217 azioni ordinarie di v.n. ciascuna di 10 Euro, a fronte di n. 500 azioni ordinarie, pari a nominali Euro 4.809,80, possedute dal **Comune di Serrungarina** C.F. 81001830413, nella società "ASET HOLDING SPA";
- Euro 720,00, pari a n. 72 azioni ordinarie di v.n. ciascuna di 10 Euro, a fronte di n. 166 azioni ordinarie, pari a nominali Euro 1.596,80, possedute dal **Comune di Piagge** C.F. 00360520415, nella società "ASET HOLDING SPA";
- Euro 720,00, pari a n. 72 azioni ordinarie di v.n.



- ciascuna di 10 Euro, a fronte di n. 166 azioni ordinarie, pari a nominali Euro 1.596,80, possedute dal **Comune di San Giorgio di Pesaro**, C.F. 81001910413, nella società "ASET HOLDING SPA";
- Euro 1.450,00, pari a n. 145 azioni ordinarie di v.n. ciascuna di 10 Euro, a fronte di n. 333 azioni ordinarie, pari a nominali Euro 3.203,30, possedute dal **Comune di Sant'Ippolito**, C.F. 00360440416, nella società "ASET HOLDING SPA";
 - Euro 720,00, pari a n. 72 azioni ordinarie di v.n. ciascuna di 10 Euro, a fronte di n. 166 azioni ordinarie, pari a nominali Euro 1.596,80, possedute dal **Comune di Montemaggiore al Metauro**, C.F. 81001290410, nella società "ASET HOLDING SPA";
 - Euro 720,00, pari a n. 72 azioni ordinarie di v.n. ciascuna di 10 Euro, a fronte di n. 166 azioni ordinarie, pari a nominali Euro 1.596,80, possedute dal **Comune di Barchi**, C.F. 81001750413, nella società "ASET HOLDING SPA";
 - Euro 720,00, pari a n. 72 azioni ordinarie di v.n. ciascuna di 10 Euro, a fronte di n. 166 azioni ordinarie, pari a nominali Euro 1.596,80, possedute dal **Comune di Isola del Piano**, C.F. 00360420418, nella società "ASET HOLDING SPA";
 - Euro 2.170,00, pari a n. 217 azioni ordinarie di v.n. ciascuna di 10 Euro, a fronte di n. 500 azioni ordinarie, pari a nominali Euro 4.809,80, possedute dal **Comune di Orciano di Pesaro**, C.F. 81001710417, nella società "ASET HOLDING SPA";
 - Euro 5.410,00, pari a n. 541 azioni ordinarie di v.n. ciascuna di 10 Euro, a fronte di n. 1.246 azioni



ordinarie, pari a nominali Euro 11.986,00, possedute dal **Comune di Pergola**, C.F. 81005240411, nella società "ASET HOLDING SPA";

- Euro 720,00, pari a n. 72 azioni ordinarie di v.n. ciascuna di 10 Euro, a fronte di n. 166 azioni ordinarie, pari a nominali Euro 1.597,00, possedute dal **Comune di Cantiano**, C.F. 00158390419, nella società "ASET HOLDING SPA".

8. Eventuale conguaglio in denaro (non superiore al 10% del valore nominale delle azioni assegnate)

Nessuno

9. Modalità dell'assegnazione delle azioni dell'incorporante ai soci delle incorporanda.

Emissione di n. **740.371** nuove azioni ordinarie del valore nominale di **euro 10** ognuna senza emissione del relativo titolo.

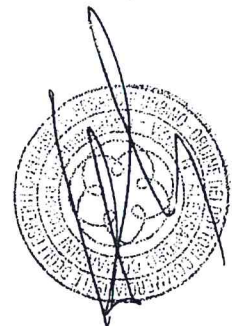
10. Data di godimento delle azioni da assegnare.

La data di partecipazione agli utili delle nuove azioni sarà con godimento dalla data con cui decorreranno gli effetti contabili e fiscali e, pertanto, retroagiranno al primo giorno dell'esercizio della società derivante dalla fusione in cui verrà effettuata l'ultima delle iscrizioni di cui all'art. 2504 del cod. civ..

11. Effetti giuridici, contabili e fiscali della fusione.

Data di efficacia giuridica della fusione, dall'ultimo giorno del mese in cui sarà eseguita l'ultima delle iscrizioni previste dall'art. 2504 del Codice Civile.

In forza della previsione di cui all'art. 2504 bis c.c., 3° comma, gli effetti contabili di cui all'art. 2501 ter, comma 6, del Codice Civile nonché gli effetti fiscali di cui all'art. 172, comma 9, D.P.R. 917/86, retroagiranno al primo giorno dell'esercizio, della società incorporante, in cui verrà effettuata l'ultima delle iscrizioni di cui all'art. 2504 del Codice Civile.



12. Trattamento eventualmente riservato a particolari categorie di soci
Non sono previsti vantaggi o trattamenti particolari a favore di soci.

13. Vantaggi particolari proposti ad amministratori della società
incorporante e dall'incorporanda.

Nessuno

14. Situazione patrimoniale (stato patrimoniale e nota integrativa) non
anteriore a 120 giorni o bilancio chiuso non oltre sei mesi prima.

Situazione patrimoniale al 30.06.2016.

15. Relazione che giustifichi:

- il progetto di fusione e il rapporto di cambio

nella relazione del Consiglio di Amministrazione si illustra il progetto di fusione attraverso l'indicazione delle connesse formalità e, trattandosi di società (enti) "*in house providing*" titolari di una serie di affidamenti di servizi pubblici locali, si giustifica l'operazione quale risposta alle esigenze di riorganizzazione e razionalizzazione dell'amministrazione pubblica, di semplificazione e miglioramento del controllo nei confronti delle società pubbliche, di ottenere dall'unificazione e standardizzazione della gestione aziendale una maggiore efficienza, una riduzione dei costi fissi della struttura, un miglioramento dei risultati operativi e della capacità di realizzazione di piani d'investimento ed il miglioramento della qualità dei servizi erogati.

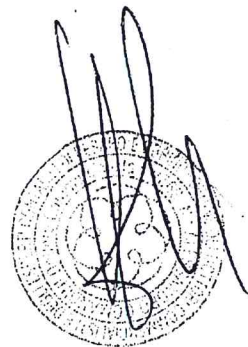
- indichi i criteri di valutazione

valutazione economica di ciascuna società partecipante alla fusione, convenzionalmente determinata tra gli organi amministrativi, sulla base dei rispettivi patrimoni netti contabili riferiti ad una situazione patrimoniale alla data del 30 giugno 2016.

- segnali eventuali difficoltà di valutazione

nessuna

In merito all'informazione di cui al precedente punto 7. (rapporto di



cambio), si evidenzia, che sia la relazione degli amministratori, che, soprattutto, il progetto di scissione non brillano certamente in chiarezza. Nel secondo documento citato, anziché far riferimento al valore, pro quota, dell'aumento del capitale si è indicato il capitale, pro quota, che risulterà a fusione avvenuta. Nella relazione del C.d.A. l'imprecisione in cui sono incorsi gli amministratori è più evidente in quanto tra parentesi vengono indicati i valori corretti, così come lo sono stati nella tabella riepilogativa.

4. CONTENUTO DELLA DELIBERA DEL CONSIGLIO DI AMMINISTRAZIONE DELLA INCORPORANDA

1. Tipo delle società incorporanta

Società per azioni.

2. denominazione sociale della società incorporante

Aset S.p.A.

3. Sede società incorporante

Via Enrico Mattei n. 17, 61032 Fano (PU)

4. Atto costitutivo e statuto dell'incorporante

Allegato al progetto di fusione.

5. Modificazioni che verranno introdotte allo statuto dell'incorporante

Vedi quanto precede per incorporante.

6. Statuto da approvare con il progetto di fusione

Allegato al progetto di fusione

7. Rapporto di cambio

Vedi quanto precede per incorporante.

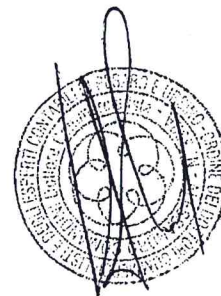
8. Eventuale conguaglio in denaro (non superiore al 10% del valore nominale delle azioni assegnate)

Vedi quanto precede per incorporante.

9. Modalità dell'assegnazione delle azioni dell'incorporante ai soci delle incorporanda.

Vedi quanto precede per incorporante.

10. Data di godimento delle azioni da assegnare



Vedi quanto precede per incorporante.

11. Effetti giuridici, contabili e fiscali della fusione.

Vedi quanto precede per incorporante.

12. Trattamento eventualmente riservato a particolari categorie di soci

Vedi quanto precede per incorporante.

13. Vantaggi particolari proposti ad amministratori della società incorporante e dall'incorporanda.

Vedi quanto precede per incorporante.

14. Situazione patrimoniale (stato patrimoniale e nota integrativa) non anteriore a quattro mesi a bilancio chiuso non oltre 120 giorni prima.

Situazione patrimoniale al 30 giugno 2016.

15. Relazione che giustifichi:

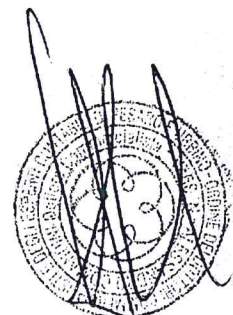
Vedi quanto precede per incorporante.

In merito all'informazione di cui al precedente punto 7. (Rapporto di cambio), valgono le stesse precisazioni formulate per l'incorporante.

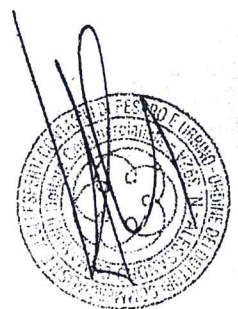
5. INFORMAZIONI E DOCUMENTI OTTENUTI E VERIFICHE COMPIUTE

Ai fini della redazione della presente relazione lo scrivente ha ottenuto dalla società incorporante e dall'incorporanda e verificato la seguente documentazione:

- bilancio di esercizio 2014 e 2015 di Aset S.p.A. corredati dalle relazioni del Consiglio di Amministrazione, del Collegio Sindacale e della Società di Revisione;
- situazione patrimoniale al 30 giugno 2016 di Aset S.p.A.;
- bilancio di esercizio 2014 e 2015 di Aset Holding S.p.A. corredati dalle relazioni del Consiglio di Amministrazione e del Collegio Sindacale;
- situazione patrimoniale al 30 giugno 2016 di Aset Holding S.p.A.;
- progetto di fusione per incorporazione del 27.10.2016;
- verbale della riunione del Consiglio di Amministrazione della Aset



- S.p.A. del 27 ottobre 2016;
- verbale della riunione del Consiglio di Amministrazione della Aset Holding S.p.A. del 27 ottobre 2017;
 - relazione del Consiglio di Amministrazione ex art. 2501 quinquies di ASET S.p.A. del 27.10.2016;
 - relazione del Consiglio di Amministrazione ex art. 2501 quinquies di ASET HOLDING S.p.A. del 27.10.2016;
 - Piano industriale di fusione Aset S.p.A. - Aset Holding S.p.A. formato dai seguenti documenti: Presentazione del progetto ed elementi qualificanti; Principi per la redazione del Piano Industriale; Relazione Tecnica Impianto di trattamento rifiuti indifferenziati e compostaggio rifiuti organici.
 - Nuovo Statuto ASET S.p.A.;
 - Relazione giurata di stima del patrimonio della società ASET S.p.A. risultato della trasformazione operata dall'ASET CONSORZIO - AZIENDA SERVIZI SUL TERRITORIO, ex art. 113 lett. e) D.Lgs 267/00 e art. 115 c. 3 dello stesso decreto e art. 17 L. 15.05.1997 n. 127, del 28 giugno 2001, redatta dal perito Dott. Claudio Sanchioni;
 - Relazione giurata di stima del patrimonio conferito in data 1° gennaio 1998 dal Comune di Fano all'azienda speciale ASET redatta dai periti Dott.ri Achille Marchionni e Claudio Sanchioni e dall'Ing. Giovanni Palumbo;
 - Relazione giurata di stima del patrimonio conferito in data 1° gennaio 1999 dal Comune di Fano all'azienda speciale ASET redatta dai periti Dott.ri Achille Marchionni e Claudio Sanchioni;
 - Delibera C.d.A. ASET del 16 settembre 2002 relativa all'approvazione del progetto di scissione societaria mediante trasferimento di parte del suo patrimonio ad una società di nuova costituzione denominata ASET Holding S.p.A. corredata dalla bozza del progetto di scissione; dalla relazione del Consiglio di



Amministrazione e dai dati economici risultanti dalla situazione patrimoniale al 30.06.2002;

- Contratti di affitto di immobili, reti, impianti e dotazioni per l'erogazione dei servizi pubblici locali di distribuzione Gas, ciclo idrico integrato, ciclo rifiuti, loro appendici, variazioni ed integrazioni;
- prospetti di calcolo rapporto di cambio;
- Visura ordinaria ASET Holding S.p.A;
- Visura ordinaria ASET S.p.A.

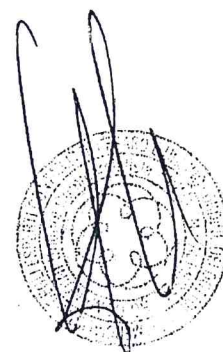
6. METODI SEGUITI PER DETERMINARE IL RAPPORTO DI CAMBIO E I RELATIVI VALORI

I consigli di amministrazione della Aset S.p.A. e della Aset Holding S.p.A. hanno approvato, entrambi, il 27 ottobre 2016 un progetto di fusione nel quale il rapporto di cambio è stato determinato attraverso la stima del valore economico al 30 giugno 2016 della società incorporante e della società incorporanda.

Le metodologie valutative prescelte ai fini della determinazione del rapporto di cambio possono essere così sintetizzate:

Metodo principale	Metodo patrimoniale semplice
Metodo di controllo	(nessuno)

I Consigli di Amministrazione della Aset S.p.A. e della Aset Holding S.p.A., in contraddittorio tra di loro hanno ritenuto adottare una valutazione economica di ciascuna società partecipante alla fusione convenzionalmente determinata sulla base dei rispettivi patrimoni netti contabili riferiti ad una situazione patrimoniale al 30 giugno 2016, non più vecchi di oltre 120 (centoventi) giorni dall'approvazione e contestuale deposito presso la sede



delle rispettive società del progetto di fusione, tenuto conto che da detta data fino al 27.10.2016 non sono intervenute variazioni tali da alterare sensibilmente i patrimoni netti delle due società.

La scelta di tale metodo è stata fondata sul presupposto che la partecipazione societaria dei singoli Comuni nelle due società partecipanti alla fusione è per la maggior parte la medesima e, laddove vi sono differenze, le stesse risultano di scarsa rilevanza in termini percentuali.

In relazione al metodo prescelto

- per i soci di entrambe le società che sono titolari della stessa percentuale di partecipazione, sia nella società incorporante che nella società incorporanda, il numero di azioni emesse dalla prima sarebbe attribuita in modo tale da lasciare immutata la percentuale di partecipazione;
- per i soci che hanno differenze di partecipazione al capitale, gli organi amministrativi hanno ritenuto che la nuova partecipazione non alteri gli equilibri societari.

In relazione a quanto precede i due Consigli di Amministrazione hanno assunto i valori economici della Aset S.p.A. e Aset Holding S.p.A. nelle seguenti misure:

C.E. Aset Holding (CEah) = P.N. contabile al 30.06.2016 = € 19.453.720

Cap. econ. Aset (CEa) = P.N. contabile al 30.06.2016 = € 8.119.702

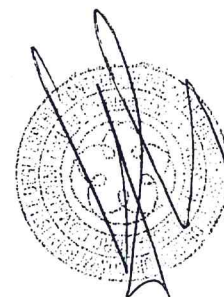
Totale CE € 27.573.422

PEah (peso econ. Aset Holding) = $CEah / (CEa + CEah) * 100 = 70,55\%$

PEa (peso economico Aset) = $CEa / (CEa + CEah) * 100 = 29,45\%$

CEa:(CEa+CEah)=CS (cap. sociale ante fusione):CS (cap.soc. post fusione)

Cap. Soc. (p.f.) = $(CEa+CE) * CS (ante fus.) = 27.573.422 \times 3.090.200 =$



= € 10.493.906 arrotondato dai C.d.A., per eccesso, a € 10.493.910
 da cui l'aumento di capitale sociale di € 7.403.710,00
 (settemilioniquattrocentotremilasettecentodieci/00), da attuarsi mediante
 assegnazione, senza emissione di relativo titolo, di n. 740.371 azioni
 ordinarie del valore nominale di € 10,00 (dieci/00) ognuna, da assegnare
 agli azionisti dell'incorporanda Aset Holding S.p.A..

da cui, in ultimo, il **rapporto di cambio (RC)** applicato:

$$\text{RC} = \frac{\text{N}^\circ \text{Azioni Nuove di Aset da riconoscere a Aset Holding}}{\text{N}^\circ \text{Azioni Aset Holding}} = \frac{740.371}{1.703.627} = 0,4345428$$

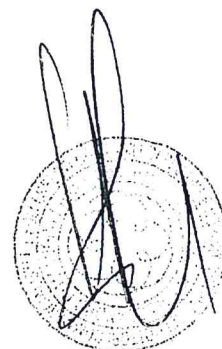
quindi 0,4345428 azioni di Aset per ogni azione di Aset Holding annullata.

Data la frazionarietà del capitale sociale dell'incorporanda gli amministratori non hanno potuto determinare un minimo comune multiplo all'unità di euro, quindi il rapporto di cambio (RC) è stato applicato così come sopra determinato, senza conguagli in denaro.

L'unico arrotondamento resosi necessario è stato quello relativo ai resti, pari a 6 (sei) azioni che sono state assegnate partendo dal socio col valore frazionario più elevato e procedendo poi in ordine decrescente.

7. EVENTUALI DIFFICOLTA' DI VALUTAZIONE

Ogni procedimento di valutazione d'azienda presenta delle difficoltà. Com'è noto in un sistema contabile a costi storici, com'è quello adottato, almeno fin'ora, in Italia e molti altri paesi, il bilancio di esercizio o la situazione patrimoniale di periodo sono inadatti ad esprimere l'effettivo valore di funzionamento di un'azienda. Oltretutto lo stato patrimoniale



evidenzia un valore storico ad una certa data e il conto economico mette in luce solo il risultato economico raggiunto nell'ultimo periodo.

L'azienda, quale bene unitario produttivo di redditi e di flussi finanziari a rischio, ha un valore che dipende principalmente dai risultati futuri che ragionevolmente si produrranno, il cui importo è destinato ad incidere in misura rilevante sull'ultima situazione patrimoniale disponibile, la quale riflette evidentemente solo i risultati economici pregressi.

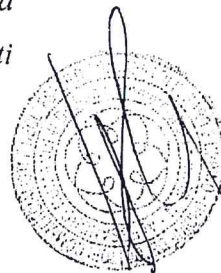
La valutazione d'azienda è essenzialmente una valutazione del futuro, e le tecniche conosciute dalla scienza economica razionalizzano, talora comprimono le difficoltà di valutazione, mai eliminano la possibilità di errore rilevanti.

Nel caso in oggetto, gli amministratori non hanno incontrato, particolari difficoltà nella valutazione dei valori economici delle due società partecipanti alla fusione in base ai quali determinare il rapporto di cambio.

Nella sostanza i due Consigli di Amministrazione, come già precedentemente riferito, in ossequio alle prescrizioni del socio di maggioranza, il Comune di Fano, detentore in ognuna delle due società di una quota di partecipazione tra al 97%/98%, hanno assunto convenzionalmente quale valore economico di ognuna di esse il valore contabile del loro patrimonio netto al 30 giugno 2016.

Infatti, il Comune di Fano, con la Deliberazione del Consiglio n. 170 del 27 settembre 2013, ha deliberato in merito alla fusione in oggetto *"di stabilire che gli organi amministrativi delle società partecipanti all'operazione di fusione determineranno il rapporto di cambio delle azioni possedute dai soci della società incorporante in ragione di una valutazione economica di ciascuna società partecipante alla fusione, convenzionalmente determinata tra le parti, sulla base dei rispettivi patrimoni netti contabili riferiti all'ultimo bilancio approvato prima delle delibere di fusione"*.

8. ADEGUATEZZA DEL/DEI METODI SEGUITI



Nella prassi operativa vengono applicati metodi di valutazione di un'azienda ricollegati a tre criteri oggettivi: sintetico, analitico e comparativo.

Il *criterio sintetico* si incentra nell'attualizzazione dei futuri redditi (metodo reddituale) o dei futuri flussi di cassa (metodo finanziario) che l'azienda è capace di finanziare.

Il *criterio analitico* puro riconduce all'applicazione del metodo patrimoniale semplice, con il quale si determina il patrimonio netto, a prezzi di costo o a valori correnti, o all'applicazione del metodo patrimoniale complesso analitico, con il quale si aggiunge al patrimonio netto, determinato col metodo "semplice" a prezzi di costo, il valore analiticamente ricostruito della immobilizzazione immateriali (avviamento, marchio) non iscritti a bilancio.

Il *criterio comparativo* consiste nell'applicare a determinate entità dell'azienda (volume d'affari, numero di dipendenti, etc) indici rilevati rapportando a tali entità il prezzo di negoziazione di aziende similari riscontrato in un passato recente (criterio empirico, privo di dignità scientifica, ma che spesso ha trovato positivi riscontri nella realtà del mercato di particolari aziende).

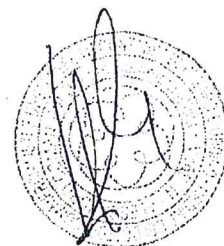
Esistono poi, naturalmente criteri misti.

Nel caso di specie è stato utilizzato, di fatto, come metodo principale ed unico metodo, un metodo analitico puro, quale è quello **patrimoniale semplice** con assunzione dei valori a prezzi di costo.

Riguardo l'utilizzo di uno o più metodi di controllo si è scelto di rinunciarvi.

In merito alla scelta del metodo patrimoniale semplice con valorizzazione al prezzo di costo le seguenti considerazioni:

- la compagine sociale delle due società e più ancora le quote di partecipazione sono sostanzialmente identiche. Uniche differenze l'assenza del Comune di Mondolfo nella compagine di ASET Holding S.p.A., l'assenza del Comune di Cantiano nella compagine



di ASET S.p.A. ed una diversa percentuale di partecipazione nelle due società dei Comuni di Fano, San Costanzo, Monte Porzio, Cartoceto, Mondolfo e Cantiano.

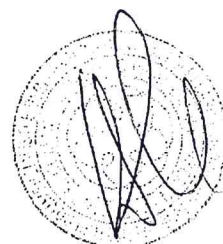
Comune	% Part. Aset	% Part. Aset Holding	Differenza
Fano	97,02%	97,21%	0,19%
San Costanzo	0,48%	0,47%	0,01%
Monte Porzio	0,46%	0,45%	0,01%
Cartoceto	0,80%	0,78%	0,02%
Fossombrone	0,64%	0,63%	0,01%
Mondolfo	0,14%	0,00%	0,14%
Cantiano	0,00%	0,01%	0,01%

- nel 2003 Aset S.p.A. era stata oggetto di un'operazione di scissione per effetto della quale la proprietà delle reti, impianti ed altre dotazioni infrastrutturali essenziali destinate alla produzione ed erogazione dei pubblici servizi locali era stata scorporata e trasferita nella allora costituenda società Aset Holding S.p.A., ciò in ottemperanza del disposto dell'art. 35 della legge n. 448/01, poi trasfuso nel D.Lgs. 267/00 all'art. 113, e le successive modifiche operate con il D.L. 30.09.2003, n. 269, convertito con legge n. 326 del 24.11.2003.
- in ragione del Decreto Liberalizzazioni n. 01/2012 ed alcuni interventi di Spending review, posti in essere dal Governo Monti, che ne dà piena legittimazione legislativa, si intende riunificare quello che un tempo era stato diviso, il tutto a beneficio di una maggiore economicità ed efficienza e di un miglioramento dell'attività sociale;
- permane il disposto citato precedentemente, secondo il quale: *"Gli enti locali non possono cedere la proprietà degli impianti, delle reti e delle altre dotazioni destinati all'esercizio dei servizi pubblici di*



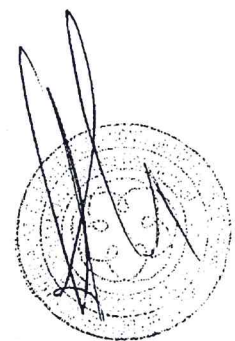
cui al comma 1, salvo quanto stabilito dall'art. 13." Ovvero " Gli enti locali, anche in forma associata, nei casi in cui non sia vietato dalle normative di settore, possono conferire la proprietà delle reti, degli impianti, e delle altre dotazioni patrimoniali a società a capitale interamente pubblico, che è incedibile. Tali società pongono le reti, gli impianti e le altre dotazioni patrimoniali a disposizione dei gestori incaricati della gestione del servizio o, ove prevista la gestione separata della rete, dei gestori di quest'ultima, a fronte di un canone stabilito dalla competente autorità di settore, ove prevista, o dagli enti locali. Alla società suddetta gli enti locali possono anche assegnare, ai sensi della lettera a) del comma 4, la gestione delle reti, nonché il compito di espletare le gare di cui al comma 5";

- il prezzo di vendita dei servizi pubblici non è liberamente determinato e determinabile dalla società di gestione, nel caso in oggetto l'Aset S.p.A.. Si vedano al riguardo e a titolo esemplificativo le deliberazioni del 30 aprile 2013 della AATO, Autorità di Ambito Territoriale Ottimale n. 1 - Marche Nord - Pesaro e Urbino, con le quali, in ragione del valore delle reti determina i coefficienti per la determinazione delle tariffe da applicare.
- trattandosi poi di società che gestiscono servizi pubblici di proprietà, di fatto, della collettività, le stesse, diversamente dalle normali imprese, non perseguono la massimizzazione del profitto, ma la massimizzazione del risparmio per la collettività, senza però penalizzazione alcuna alla qualità del servizio, mantenendo il profitto ad un livello tale garantirsi le risorse per la gestione ordinaria e gli investimenti necessari.
- per le particolarità di cui sopra, società del genere, di gestione di servizi pubblici, non sono oggetto di compravendita per cui è difficile stabilirne il valore economico per tramite di metodologie



sintetiche e comparative, in alternativa quella patrimoniale (es: criteri dei multipli; patrimoniale complesso; economico finanziario;).

- se fosse stato adottato il metodo misto, patrimoniale con stima autonoma dell'avviamento, dato il grosso valore patrimoniale di ASET HOLDING S.p.A. paragonato agli utili dalla stessa generati, si sarebbe ottenuto un avviamento negativo, che avrebbe ridotto in misura più o meno rilevante il valore preso a riferimento. Il risultato economico non è giustamente in grado di remunerare l'attivo investito, caratteristica tipica di un ente detentore/gestore di assets pubblici e che opera secondo criteri e finalità diverse di un ente gestito secondo logiche privatistiche e di massimizzazione del profitto;
- in relazione a quanto sopra ed a sua conferma, ci sono gli esiti referendari del 2011 che hanno sancito l'abrogazione dell'obbligo di privatizzazione dell'acqua e dei servizi pubblici locali e l'abrogazione della possibilità di ricavare profitti dalla gestione del servizio idrico integrato;
- la scelta dei criteri di valutazione del concambio, non deve risultare esclusivamente il frutto dell'applicazione, ancorché consapevole e professionale di metodologie tecniche, ma deve tener conto dei vincoli che discendono dalle caratteristiche giuridiche della fusione tanto più ove si consideri che tale operazione rientra a pieno titolo tra le operazioni idonee a modificare il contratto sociale;
- l'esigenza che il concambio debba garantire una partecipazione dal valore sostanzialmente equivalente rispetto a quella che è stata annullata non implica, di converso, che la stima del rapporto di cambio debba riflettere un presunto valore oggettivo o teorico delle azioni/quote delle società che si fondono. Anzi gli amministratori, nella valutazione di congruità, possono tener conto di valutazione di



convenienza ed opportunità soggettive, ivi comprese quelle di natura extraeconomica. Gli amministratori dunque non sono affatto obbligati ad attenersi ai valori “teorici” di concambio senza attribuire alcuna rilevanza valutativa a motivazioni di opportunità e convenienza negoziale.

confermano l'adeguatezza del metodo prescelto alle caratteristiche proprie delle due società in corso di fusione.

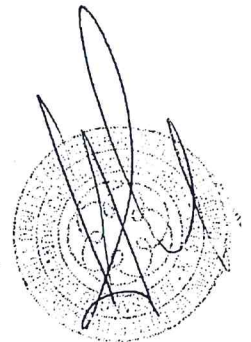
Di più, trattandosi di un metodo basato sull'evidenza contabile, ci si è preoccupati, tramite la documentazione richiesta ed esaminata, nei limiti di quanto ricevuto e del tempo a disposizione, di verificarne, per alcune sue voci, la sua rispondenza e sostanziale correttezza, quest'ultima in ragione e sulla base di quanto relazionato dai collegi sindacali delle due società e, per Aset, dalla società di revisione in carica *pro tempore* in sede di predisposizione dei bilanci di esercizio esaminati.

A garanzia di quanto sopra ci sono, a corredo dei bilanci 2014 e 2015 le relazioni dei rispettivi Collegi Sindacali e, per ASET S.p.A., le società di revisione incaricate nei suddetti periodi.

Relativamente alle immobilizzazioni di Aset Holding, per la parte consistente nelle reti di distribuzione di acqua e gas, sono state visionate le perizie di stima redatte all'epoca della scissione nelle due società in corso di fusione e constatata l'attestazione della AATO competente per territorio sulla conferma del valore contabile di queste ultime, utilizzato per la fissazione delle tariffe da applicare alle utenze finali.

Sulla base delle suddette perizie si è constatata la consistenza, sia pure alla data del 2002/2003, dei patrimoni trasferiti in sede di scissione e trasformazione da consorzio di Aset.

Ancora, poiché i valori alla base della determinazione del rapporto di cambio sono quelli riferiti alla situazione patrimoniale al 30 giugno 2016, per entrambe le società, il risultato ottenuto è stato confrontato con quanto risultante utilizzando i bilanci al 31 dicembre 2015. Le differenze riscontrate



sono insignificanti e non mutano la sostanza del risultato.

Ad ulteriore conferma di quanto precede, sia pure senza alcun criterio di scientificità, lo scrivente ha verificato quali fossero i risultati nella distribuzione delle azioni incrementando, alternativamente e arbitrariamente, i valori dei patrimoni contabili delle due società di diverse decine di milioni di euro. Dalle simulazioni, appunto per la sostanziale coincidenza delle percentuali di partecipazioni al capitale dei soci e la loro numerosità, ne è risultata una sostanziale indifferenza, i risultati sono rimasti pressoché identici, solo variazioni di pochissimi centesimi di unità.

9. PARERE DI CONGRUITA' DEL RAPPORTO DI CAMBIO

Sulla base della documentazione esaminata e delle procedure sopra indicate, tenuto conto della natura e della portata del lavoro svolto, come illustrato nella presente relazione, ritengo che, con riferimento alla data di approvazione del progetto di fusione da parte dei Consigli di Amministrazione di Aset S.p.A. e Aset Holding S.p.A., il metodo e la scelta di valutazione adottata dagli stessi consigli siano adeguati in quanto, nelle circostanze attualmente note, ragionevoli e non arbitrari e che lo stesso sia stato correttamente applicato ai fini della determinazione del rapporto di cambio individuato nel progetto di fusione.

Pesaro, lì 11.11.2016

Dott. Alessandro Comandini

