



KPMG S.p.A.
Revisione e organizzazione contabile
Via Vittor Pisani, 25
20124 MILANO MI
Telefono +39 02 6763.1
Email it-fmauditaly@kpmg.it
PEC kpmgspa@pec.kpmg.it

Relazione della società sul rapporto di cambio delle azioni ai sensi dell'art. 2501-sexies del Codice Civile

Agli Azionisti di A2A S.p.A.

Agli Azionisti di Linea Group Holding S.p.A.

1 Motivo, oggetto e natura dell'incarico

In data 11 giugno 2021 abbiamo ricevuto dal Tribunale di Brescia l'incarico di redigere, in qualità di esperto comune nell'ambito dell'operazione di fusione per incorporazione di Linea Group Holding S.p.A. ("LGH" o la "Società Incorporanda") in A2A S.p.A. (di seguito "A2A" o "Società Incorporante" e, congiuntamente con LGH le "Società"), la relazione sul rapporto di cambio tra le azioni delle Società ai sensi e per gli effetti dell'art. 2501-sexies del Codice Civile.

A tal fine, abbiamo ricevuto dalle Società i progetti di fusione corredati dalle apposite relazioni degli Amministratori (nel seguito le "Relazioni") che indicano, illustrano e giustificano, ai sensi dell'art. 2501-quinquies del Codice Civile, il rapporto di cambio delle azioni, nonché le situazioni patrimoniali al 31 dicembre 2020 redatte ai sensi dell'art.2501-quater del Codice Civile.

2 Sintesi dell'operazione

In data 25 giugno 2021 ed in data 28 giugno 2021 i Consigli di Amministrazione, rispettivamente di A2A e di LGH, hanno approvato il progetto di fusione per incorporazione di LGH nella controllante A2A.

Nelle medesime date gli Amministratori, rispettivamente di A2A e di LGH, hanno inoltre approvato le Relazioni, nelle quali gli stessi hanno illustrato le ragioni giuridiche ed economiche dell'operazione e il relativo rapporto di cambio.

Nelle rispettive relazioni gli Amministratori, nell'illustrare le ragioni dell'operazione, precisano che la fusione è finalizzata a razionalizzare la struttura societaria allo scopo di attivare nel tempo sinergie economiche grazie alla gestione integrata di processi e sistemi informativi e gestionali.

Per quanto attiene più specificatamente alla struttura dell'operazione, dalle Relazioni emerge quanto segue:

- A. La fusione avverrà tra:
- A2A S.p.A., con sede in Brescia, Via Lamarmora n. 230 e sede direzionale ed amministrativa in Milano, Corso di Porta Vittoria n. 4, capitale sociale di €1.629.110.744,04 interamente versato, suddiviso in n. 3.132.905.277 azioni ordinarie alla data del progetto di fusione, aventi un valore nominale di €0,52 cadauna, iscritta nel Registro delle Imprese di Brescia, codice fiscale e numero di iscrizione 11957540153, R.E.A. n. 493995;
 - LGH, partecipata da A2A S.p.A. (51,00%), Azienda Energetica Municipale S.p.A. (15,15%), Cogeme S.p.A. (15,15%), A.S.M. Pavia S.p.A. (7,79%), Astem S.p.A. (6,48%), Società Cremasca Servizi S.r.l. (4,43%), con sede in Cremona, Viale Trento e Trieste n. 38, capitale sociale di €189.494.116,00 interamente versato, suddiviso in n. 189.494.116 azioni ordinarie alla data del progetto di fusione, aventi un valore nominale di €1,00 ciascuna, iscritta nel Registro delle Imprese di Cremona, codice fiscale e numero di iscrizione 01389070192, R.E.A. n. 167186, società soggetta all'attività di direzione e coordinamento da parte della Società Incorporante.
- B. La fusione per incorporazione di LGH in A2A determinerà l'estinzione della Società Incorporanda.
- C. Alla data odierna, A2A detiene direttamente n. 96.642.000 azioni di LGH, rappresentative del 51% circa del capitale sociale di LGH.
- D. La fusione verrà attuata mediante i) l'annullamento senza concambio delle azioni ordinarie LGH che saranno nella titolarità di A2A alla data di efficacia della fusione e ii) l'annullamento delle azioni ordinarie LGH che saranno nella titolarità di soci di LGH diversi da A2A alla data di efficacia della fusione e la contestuale assegnazione a questi ultimi di azioni proprie di A2A in numero definito sulla base del rapporto di cambio proposto dagli Amministratori.

3 Natura e portata della presente relazione

Al fine di fornire agli Azionisti di A2A e LGH idonee informazioni sul rapporto di cambio, la presente relazione indica i metodi seguiti dagli Amministratori per la sua determinazione e le difficoltà di valutazione dagli stessi incontrate.

La presente relazione contiene inoltre la nostra valutazione sull'adeguatezza nella circostanza di tali metodi, sotto il profilo della loro ragionevolezza e non arbitrarietà, nonché sulla loro corretta applicazione.

Nell'esaminare i metodi di valutazione adottati dagli Amministratori non abbiamo effettuato una valutazione delle azioni delle Società riguardate dall'operazione di fusione. Tale valutazione è stata svolta esclusivamente dagli Amministratori.



La presente relazione è stata predisposta esclusivamente ai fini di quanto previsto dall'art. 2501-sexies del Codice Civile e nell'ambito dell'operazione di fusione per incorporazione di LGH in A2A. Essa pertanto non può essere utilizzata, in tutto o in parte, per altri scopi.

4 Documentazione utilizzata

Nello svolgimento del nostro lavoro abbiamo ottenuto da A2A e LGH i documenti e le informazioni ritenuti utili nella fattispecie, che includono in particolare:

- i progetti di fusione redatti ai sensi dell'art. 2501-ter del Codice Civile e le relazioni degli Amministratori redatti ai sensi dell'art. 2501-quinquies del Codice Civile delle due Società indirizzate alle rispettive assemblee straordinarie;
- i documenti inerenti la quantificazione degli intervalli di rapporto di cambio, predisposti dalle Direzioni di A2A e di LGH;
- il parere di congruità dal punto di vista finanziario del rapporto di cambio determinato dagli Amministratori di A2A, emesso da Lazard S.r.l.;
- il parere di congruità dal punto di vista finanziario del rapporto di cambio determinato dagli Amministratori di LGH, emesso da PricewaterhouseCoopers Business Services S.r.l.;
- il parere di congruità sul rapporto di cambio determinato dagli Amministratori delle Società, predisposto da Equita SIM S.p.A. per conto di Azienda Energetica Municipale S.p.A. ("AEM Cremona");
- i bilanci di esercizio e i bilanci consolidati al 31 dicembre 2020 di A2A e LGH, approvati dalle relative Assemblee degli Azionisti e assoggettati a revisione contabile da parte di EY S.p.A., che sono stati utilizzati quali situazioni patrimoniali di riferimento ai sensi dell'art. 2501-quater del Codice Civile;
- gli statuti vigenti di A2A e LGH;
- i bilanci di esercizio al 31 dicembre 2020 delle società controllate da A2A e LGH, approvati dalle relative Assemblee degli Azionisti;
- le proiezioni economiche e patrimoniali di A2A e LGH, predisposte dalle rispettive direzioni aziendali, inclusive dei dettagli sottostanti;
- dettagli della posizione finanziaria netta di A2A e LGH alla data del 31 dicembre 2020;
- dettagli inerenti gli aggiustamenti considerati ai fini della definizione del rapporto di cambio, quali la distribuzione dei dividendi inerenti l'esercizio 2020 e la chiusura di alcune partite contrattuali tra A2A e i soci di LGH;
- altri documenti e informazioni, anche di natura non pubblica, forniti da A2A e LGH o ottenuti nel corso di interviste condotte con le rispettive direzioni aziendali;
- informazioni e dati relativi alle quotazioni di borsa del titolo A2A nonché alcuni documenti di ricerca di analisti finanziari sul titolo medesimo.

5 **Metodi di valutazione adottati dagli Amministratori di A2A e di LGH per la determinazione del rapporto di cambio**

Gli Amministratori di A2A e di LGH hanno proceduto alla determinazione del rapporto di cambio sulla base di metodologie di valutazione delle azioni allineate con la prassi professionale e tali da consentire di valutare in maniera omogenea le Società.

Le Società sono state valutate in ottica di continuità aziendale e in ipotesi di autonomia operativa, senza considerare i potenziali effetti sinergici connessi all'operazione di fusione.

Al fine di cogliere correttamente le peculiarità e le differenze in termini di profilo di rischio/rendimento delle diverse aree di attività nelle quali le Società operano gli Amministratori hanno adottato un approccio valutativo di tipo "Somma delle Parti".

A fini valutativi si sono perciò considerate le aree di attività che costituiscono l'attività operativa delle Società, il *business* della generazione di energia elettrica, dell'ambiente, reti e calore, mercato e le attività *corporate*. Ciascuna di queste attività è stata valutata separatamente sulla base dei rispettivi piani industriali.

In particolare, ai fini dell'applicazione dell'approccio della Somma delle Parti, gli Amministratori di A2A e di LGH hanno applicato una pluralità di metodologie:

- il Metodo del *Discounted Cash Flow* ("*Discounted Cash Flow*" o "DCF") quale metodo principale;
- i Metodi dei Multipli di Mercato e di Transazioni, quali metodologie secondarie.

Le metodologie di stima utilizzate dagli Amministratori, nonché le principali scelte applicative, sono riassunte nel seguito.

Descrizione dei metodi e dei criteri di valutazione

Il metodo DCF, utilizzato quale metodo principale, stima il valore delle attività delle Società (*Enterprise Value*) in base al valore dei flussi di cassa operativi futuri scontati ad un tasso che ne riflette il rischio specifico. Il metodo è applicato con un modello a due fasi, con periodo di previsione esplicita su un numero limitato di anni e valore residuo per gli anni successivi.

I flussi finanziari futuri del periodo esplicito sono stati desunti da dati previsionali predisposti dalle direzioni aziendali mentre il valore residuo è stimato con modalità di tipo sintetico.

Il metodo DCF è stato applicato, secondo un approccio di tipo Somma delle Parti, sulla base dei rispettivi piani industriali delle due Società che si articolano nelle diverse aree di attività (generazione, ambiente, reti e calore, mercato e *corporate*).

Quali metodi secondari sono stati applicati i Metodi dei Multipli di Mercato e delle Transazioni che prevedono l'utilizzo di indicatori di valore comparativi derivati da prezzi scambiati su mercati di borsa (Multipli di Mercato) o desunti da transazioni di mercato (Multipli di Transazioni). Tali moltiplicatori si riferiscono al rapporto tra i valori scambiati e gli indicatori economici delle società sottostanti.

Tali metodi, similmente al metodo DCF, sono stati applicati, secondo un approccio di tipo Somma delle Parti, alle diverse aree di *business* (generazione, ambiente, reti e calore, mercato e *corporate*).

I metodi di valutazione adottati sono stati applicati alla data di riferimento del 31 dicembre 2020, che coincide con la data delle situazioni patrimoniali delle Società predisposte ai sensi dell'art. 2501-quater del Codice Civile.

Infine, ai fini della determinazione del rapporto di cambio, gli Amministratori hanno tenuto conto: i) dei debiti accertati relativi ad alcune partite in essere tra A2A e LGH (pagamenti differiti contrattualizzati e contenziosi in essere); e ii) dei dividendi, ordinari inerenti l'esercizio 2020 e straordinari, distribuiti ai soci da A2A e LGH.

6 Difficoltà di valutazione riscontrate dagli Amministratori

Si riassumono nel seguito le principali difficoltà di valutazione indicate dagli Amministratori, nelle rispettive Relazioni, riguardo alla determinazione del rapporto di cambio:

- le metodologie secondarie applicate (Metodo dei Multipli di Mercato e Metodo delle Transazioni) si basano su elementi comparativi non perfettamente confrontabili con le *business unit* di A2A e LGH, in termini di tipologia di attività e dimensioni;
- le metodologie secondarie applicate (Metodo dei Multipli di Mercato e Metodo delle Transazioni) prendono a riferimento dati prospettici di società comparabili che possono differire in termini di crescita attese dai piani industriali delle Società oggetto di stima. Gli Amministratori di A2A e LGH ritengono perciò che, date le caratteristiche delle Società e l'ampiezza degli orizzonti temporali di proiezione esplicita, il metodo DCF meglio colga tali peculiarità.

7 Risultati emersi dalla valutazione effettuata dagli Amministratori di A2A e di LGH

Sulla base del metodo di valutazione DCF in precedenza descritto gli Amministratori di A2A e LGH hanno stimato un rapporto di cambio, definito in termini di numero di azioni proprie A2A per ogni azione ordinaria LGH, pari a n. 0,928 azioni proprie di A2A per n. 1 azione LGH, senza conguagli in denaro (il "Rapporto di Cambio").

Si segnala che la modalità di servizio del concambio consiste nell'assegnazione agli azionisti di LGH, diversi da A2A, di azioni proprie acquisite da A2A nell'ambito di un piano di riacquisto di azioni proprie intrapreso in funzione dell'operazione di fusione.

8 Lavoro svolto

Ai fini della predisposizione del presente parere abbiamo svolto le procedure di seguito indicate:

- esaminato i documenti e le informazioni elencate alla precedente Sezione 4;
- verificato la completezza e non contraddittorietà delle motivazioni adottate dai Consigli di Amministrazione di A2A e di LGH riguardanti i metodi valutativi adottati per la determinazione del Rapporto di Cambio;
- analizzato criticamente i metodi utilizzati dai Consigli di Amministrazione di A2A e di LGH ed ogni elemento utile ad accertare se gli stessi fossero idonei, nelle specifiche circostanze, a determinare i valori delle azioni delle due Società interessate dalla fusione e il Rapporto di Cambio;

- verificato l'uniformità dell'applicazione dei metodi di valutazione adottati, anche attraverso l'analisi delle relazioni predisposte dagli *advisor*;
- discusso con le Direzioni di A2A e di LGH circa gli eventi verificatisi dopo la data di riferimento delle situazioni patrimoniali di fusione (nel caso di specie, i bilanci al 31 dicembre 2020) che possano avere un effetto significativo sulla determinazione dei valori delle azioni di A2A e di LGH;
- discusso con i rappresentanti della società incaricata della revisione del bilancio di A2A e di LGH, al fine di accertare che, nell'ambito del loro lavoro, questi non abbiano identificato aspetti di rilievo che possano influire sull'applicazione delle metodologie valutative utilizzate dagli Amministratori;
- verificato la coerenza dei dati utilizzati dagli Amministratori con le fonti di riferimento;
- verificato l'accuratezza dei calcoli matematici utilizzati dagli Amministratori per la determinazione del Rapporto di Cambio;
- svolto analisi di sensibilità del Rapporto di Cambio al variare delle principali ipotesi e parametri utilizzati dagli Amministratori.

Abbiamo infine ottenuto dai rappresentanti legali di A2A e di LGH un'attestazione che evidenzia la circostanza che, per quanto a loro conoscenza, tra la data del 28 giugno 2021 e la data della presente relazione, non sono maturate circostanze modificative dei dati e dei contenuti della documentazione analizzata, né si sono verificati eventi tali da modificare le valutazioni espresse dai Consigli di Amministrazione per la determinazione del Rapporto di Cambio.

9 Commenti sull'adeguatezza dei metodi utilizzati e sulla validità delle stime prodotte

Con riferimento al presente incarico riteniamo opportuno sottolineare che la finalità principale del procedimento decisionale degli Amministratori consiste in una stima dei valori delle azioni delle società riguardate dalla fusione, effettuata attraverso l'applicazione di criteri omogenei, ai fini dell'ottenimento di valori tra loro comparabili.

Nelle valutazioni per operazioni di fusione, infatti, la finalità ultima non è tanto la determinazione dei valori assoluti del capitale delle società interessate, quanto piuttosto l'individuazione di valori confrontabili in sede di determinazione del Rapporto di Cambio.

Per tale ragione, le valutazioni per operazioni di fusione hanno significato unicamente nel loro profilo relativo e non possono essere assunte quali stime del valore assoluto delle Società interessate per operazioni diverse dalla fusione per la quale sono state eseguite e, pertanto, non sono utilizzabili per finalità diverse.

Ciò premesso, le principali considerazioni relative ai metodi di valutazione utilizzati dagli Amministratori delle Società, sotto il profilo della loro ragionevolezza e non arbitrarietà nelle circostanze del caso di specie, sono le seguenti:

- i metodi di valutazione adottati, sia il metodo principale che i metodi secondari, sono comunemente accettati ed utilizzati dalla dottrina e dalla prassi professionale e di mercato nell'ambito delle valutazioni di società con caratteristiche assimilabili

a quelle in oggetto; i metodi appaiono adeguati, nella fattispecie, in considerazione delle caratteristiche delle Società interessate dall'operazione di fusione;

- la scelta degli Amministratori di applicare i metodi di valutazione sulla base di un approccio di tipo "Somma delle Parti" risulta idonea al caso di specie, alla luce delle caratteristiche peculiari dei segmenti di mercato nei quali le Società operano;
- i metodi di valutazione utilizzati per la valutazione delle Società coinvolte nell'operazione sono improntati ad un principio di omogeneità valutativa in grado, al contempo, di esprimere valori comparabili ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio e di cogliere le caratteristiche specifiche di ciascuna Società;
- i metodi di valutazione sono stati applicati con riferimento alle due Società considerate in ipotesi di autonomia, prescindendo dagli effetti potenzialmente derivabili dall'operazione di fusione (es.: le sinergie di costo conseguenti all'integrazione tra le strutture operative).

10 Limiti specifici e altri aspetti di rilievo connessi all'espletamento del presente incarico

Relativamente ai limiti specifici e altri aspetti incontrati nello svolgimento del presente incarico, oltre a quanto riscontrato dagli Amministratori nella precedente sezione 6, si segnala che i dati previsionali utilizzati dagli Amministratori per le loro valutazioni si basano su assunzioni predisposte dalle direzioni aziendali. Tali dati implicano per loro natura elementi di incertezza circa l'effettiva realizzabilità dei risultati attesi: cambiamenti nelle assunzioni sottostanti ai dati previsionali potrebbero avere un impatto anche significativo sui risultati delle stime proposte dagli Amministratori e utilizzate per la determinazione del Rapporto di Cambio.

11 Conclusioni

Sulla base della documentazione esaminata e delle procedure sopra indicate, e tenuto conto della natura e portata del nostro lavoro, come illustrate nella presente relazione, riteniamo che i metodi adottati dagli Amministratori siano adeguati, in quanto nella circostanza ragionevoli e non arbitrari, e che gli stessi siano stati correttamente applicati ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio indicato nel progetto di fusione.

Milano, 29 luglio 2021

KPMG S.p.A.



Jacopo Ralph Ronzoni
Socio