

ACSM SpA

**PARERE DI CONGRUITA' DEL PREZZO DI EMISSIONE
DELLE AZIONI PER AUMENTO DEL CAPITALE SOCIALE
CON ESCLUSIONE DEL DIRITTO D'OPZIONE AI SENSI
DELL'ARTICOLO 158 COMMA 1 DEL D.LGS.
24 FEBBRAIO 1998, N. 58**

**PARERE DI CONGRUITA' DEL PREZZO DI EMISSIONE DELLE AZIONI PER
AUMENTO DEL CAPITALE SOCIALE CON ESCLUSIONE DEL DIRITTO D'
OPZIONE AI SENSI DELL'ARTICOLO 158 COMMA 1 DEL D.LGS. 24
FEBBRAIO 1998, N. 58**

Agli Azionisti della
ACSM SpA
Como

1. Motivo, oggetto e natura dell'incarico

Ai sensi dell'articolo 158, 1° comma del DLgs. 24 febbraio 1998, n. 58 abbiamo ricevuto dalla ACSM SpA in data 20 giugno 2006 la comunicazione della proposta di aumento del capitale sociale per un importo di Euro 22.779.123,75 da eseguirsi mediante emissione di n° 9.374.125 azioni ordinarie con esclusione del diritto di opzione, ai sensi del 4° comma dell'articolo 2441 del Codice Civile, accompagnata da apposita relazione illustrativa del Consiglio di Amministrazione del 20 giugno 2006.

La suddetta proposta di aumento di capitale sociale verrà sottoposta all'approvazione dell'Assemblea straordinaria degli azionisti di ACSM SpA convocata per il giorno 5 agosto 2006.

La relazione del Consiglio di amministrazione propone che il prezzo di emissione sia pari a Euro 2,43 per azione, di cui Euro 1 a titolo di valore nominale ed Euro 1,43 a titolo di sovrapprezzo riservato ai sensi dell'art. 2441, comma 4, Codice Civile ad AEM SpA, a fronte del conferimento da parte della stessa AEM SpA di n. 742.961 azioni ordinarie da nominali Euro 1,04 ciascuna rappresentanti il 71,44% del capitale di Serenissima Gas SpA ed il 79,38% delle azioni con diritto di voto (considerando la quota del 10% del capitale sociale posseduto direttamente dalla società Serenissima Gas SpA).

Ai sensi dell'articolo 158 del DLgs. 24 febbraio 1998, n. 58, esprimiamo nel seguito il nostro parere sulla congruità del prezzo di emissione delle azioni.

ple

2. Descrizione dell'operazione

In data 6 marzo 2006 ACSM SpA ed AEM SpA hanno sottoscritto un protocollo di intesa avente per oggetto le partecipazioni detenute da AEM SpA nelle società Serenissima Gas SpA, Serenissima Energia Srl e Mestni Plinovodi d.o.o. Il protocollo prevede che l'acquisizione delle partecipazioni detenute da AEM SpA avvenga con le seguenti modalità:

- a) per quanto concerne la partecipazione del 71,44% del capitale sociale di Serenissima Gas SpA, attraverso il conferimento della stessa in ACSM SpA e la corresponsione di 9.374.125 azioni ordinarie di ACSM SpA di nuova emissione, rappresentative del 20% del capitale sociale di ACSM SpA post aumento, ad AEM SpA;
- b) per quanto concerne la partecipazione del 71,44% del capitale sociale di Serenissima Energia Srl ed il 41,109% del capitale sociale di Mestni Plinovodi d.o.o attraverso l'acquisto delle partecipazioni stesse con la corresponsione ad AEM SpA di un importo complessivo di Euro 7.095.981.

3. Natura e portata della presente relazione

L'aumento di capitale di ACSM SpA al servizio del precitato conferimento della partecipazione in Serenissima Gas SpA è privo del diritto d'opzione ai sensi dell'articolo 2441, comma 4, del Codice Civile.

Al fine di fornire agli azionisti idonee informazioni sul prezzo di emissione delle azioni, la presente relazione indica i metodi seguiti dagli Amministratori per la determinazione del prezzo di emissione; essa contiene inoltre la nostra valutazione sull'adeguatezza nella circostanza di tali metodi, sotto il profilo della loro ragionevolezza e non arbitrarietà, sull'importanza relativa attribuita dagli Amministratori a ciascuno di essi nonché sulla loro corretta applicazione.

Le conclusioni esposte nella presente relazione sono, inoltre, basate sul complesso delle indicazioni e delle considerazioni in essa contenute; pertanto nessuna parte della relazione potrà essere considerata, o, comunque utilizzata disgiuntamente dal documento nella sua interezza.

4. Documentazione utilizzata

Nello svolgimento del nostro lavoro abbiamo ottenuto da ACSM SpA i documenti e le informazioni ritenuti utili nella fattispecie. Il nostro esame ha comportato l'analisi della seguente documentazione:

- La Relazione illustrativa degli Amministratori del 20 giugno 2006, redatta ai sensi dell'articolo 2441, sesto comma, del Codice Civile;
- Il bilancio consolidato al 31 dicembre 2005 di ACSM SpA, accompagnato dalla relazione del Consiglio di Amministrazione e del Collegio Sindacale;
- Il bilancio d'esercizio al 31 dicembre 2005 di Serenissima Gas SpA,

fl

accompagnato dalla relazione del Consiglio di Amministrazione, del Collegio Sindacale e dalla relazione della società di revisione;

- La Relazione giurata dell'esperto predisposta ai sensi dell'articolo 2343 e 2441, sesto comma, del codice civile;
- Il Protocollo d'intesa tra AEM SpA e ACSM SpA sottoscritto in data 6 marzo 2006;
- La Situazione patrimoniale ed economica intermedia al 31 marzo 2006 di Serenissima Gas SpA;
- La Relazione trimestrale al 31 marzo 2006 di ACSM SpA;
- Il Piano economico-finanziario della società Serenissima Gas SpA 2006-2012 esposto nella relazione illustrativa del Consiglio di Amministrazione di ACSM SpA del 20 giugno 2006;
- Il documento predisposto da Bain & Company finalizzato a fornire al Consiglio di Amministrazione di ACSM SpA "un supporto nel valutare da un punto di vista strategico ed economico" l'operazione di conferimento da parte di AEM SpA della partecipazione in Serenissima Gas SpA;
- Gli elementi contabili, extracontabili e statistici ed ogni altra informazione ritenuti utili ai fini della presente relazione.

Abbiamo inoltre ricevuto attestazione che, per quanto a conoscenza degli Amministratori della Società, non sono intervenute modifiche significative dei dati e alle delle informazioni prese in considerazione nello svolgimento delle nostre analisi dalla data del Consiglio di Amministrazione di ACSM SpA del 20 giugno 2006.

5. Metodologie di valutazione adottate

Per determinare il valore del capitale economico di ACSM SpA e di Serenissima Gas SpA gli Amministratori hanno utilizzato metodi di valutazione ritenuti appropriati alle caratteristiche dell'Operazione e delle società oggetto di valutazione, e comunemente adottati nell'ambito di operazioni analoghe, sia sul mercato nazionale che a livello internazionale.

In particolare la valutazione del prezzo di emissione delle azioni ACSM SpA è stata svolta in conformità al disposto dell'art. 2441 del Codice Civile. Detta norma dispone che il prezzo di emissione delle azioni sia determinato, per le azioni quotate in mercati regolamentati, sulla base dell'andamento delle quotazioni nel semestre precedente l'operazione.

La quotazione di borsa rappresenta un riferimento certo ed oggettivo sia per gli azionisti esistenti di ACSM SpA che, non potendo partecipare all'aumento di capitale, sono tutelati in virtù della valorizzazione attribuita alle azioni oggetto di nuova emissione in coerenza con il valore di mercato sia per la società conferente che, come emerso nell'ambito del processo negoziale, è interessata alla

me

determinazione dell'effettivo valore di mercato del corrispettivo ricevuto in cambio della partecipazione conferita, ossia l'effettivo valore di mercato delle azioni ACSM SpA di nuova emissione.

Quale metodo di verifica è stato utilizzato il Metodo dei Multipli di Mercato al fine di ottenere un opportuno termine di confronto con altre realtà del settore fermo restando le peculiarità dimensionali e di business di ACSM SpA.

Nel caso di Serenissima Gas SpA, non essendo la società quotata su mercati regolamentati, il metodo di valutazione utilizzato è stato quello del Discounted Cash Flow.

Si riporta nei paragrafi seguenti una descrizione delle suddette metodologie:

5.1. Metodo delle quotazioni di borsa

Il metodo delle quotazioni di borsa esprime il valore dell'azienda sulla base della capitalizzazione espressa dai prezzi dei titoli, negoziati su mercati azionari regolamentati, rappresentativi della società in oggetto.

Nell'ambito dell'applicazione di tale metodologia, occorre individuare un giusto equilibrio tra la necessità di mitigare attraverso un arco temporale di analisi sufficientemente esteso, l'effetto di volatilità dei corsi giornalieri, che peraltro possono essere influenzati anche da accadimenti di carattere straordinario quali l'Operazione in specie, e la necessità di utilizzare un dato corrente, indicativo di un valore di mercato recente della società oggetto di valutazione. Al fine di evitare tali effetti distorsivi gli Amministratori hanno ritenuto di utilizzare le quotazioni dell'ultimo semestre sino alla data di annuncio dell'Operazione (6 marzo 2006).

5.2. Metodo dei multipli di mercato

Il metodo dei multipli di mercato consiste nel ricavare parametri, o moltiplicatori impliciti, derivanti dal rapporto tra la valorizzazione di mercato e specifiche grandezze economico-finanziarie di un campione di società comparabili. Tali moltiplicatori applicati alle grandezze economico-finanziarie della società oggetto di valutazione concorrono alla stima del valore del capitale economico dell'azienda.

Le società rappresentate nel campione devono essere selezionate sulla base della loro affinità alla società oggetto di valutazione in termini di attività, dimensione, redditività e prospettive di crescita.

Va sottolineato come le valutazioni derivanti da tale metodologia riflettono le attese del mercato in un preciso momento storico. Pertanto sono suscettibili di significative variazioni nel tempo in funzione delle valutazioni espresse dai mercati

gll

azionari in particolare rispetto alle prospettive di sviluppo delle società considerate.

5.3. Metodo del Discounted Cash Flows (DCF)

Il metodo del Discounted Cash Flows (o DCF) giunge ad una stima del capitale economico di un'azienda sulla base del valore attuale dei flussi di cassa futuri. Tali flussi sono determinabili analiticamente come segue:

- + Reddito operativo (EBIT)
- + Ammortamenti
- + Variazione Fondi
- Imposte (su EBIT)
- Investimenti
- +/- Variazione Circolante

In base a questa metodologia, il valore del capitale economico di un'azienda, al lordo degli eventuali interessi di terzi, è pari alla somma delle seguenti componenti:

- flussi di cassa operativi attualizzati;
- valore terminale dell'azienda;
- posizione finanziaria netta.

sulla base della seguente formula:

$$W = (cf_1/(1+v)^1 + cf_2/(1+v)^2 + cf_3/(1+v)^3 + \dots + cf_n/(1+v)^n) + V_t/(1+v)^n \pm PF_0$$

dove:

W = valore del capitale economico dell'azienda;

cf1, cf2, cf3 . . . cfn = flussi di cassa dal periodo 1 al periodo n;

Vt = valore terminale;

v = tasso di attualizzazione;

n = numero dei periodi di proiezione;

PF = posizione finanziaria netta strutturale al momento della valutazione.

Il Valore Terminale viene determinato sulla base della metodologia della crescita



perpetua che valorizza il flusso di cassa dell'anno terminale della proiezione secondo la seguente formula:

$$V_t = FC (1+g) / (v-g)$$

dove:

V_t = valore terminale;

FC = flusso di cassa dell'anno terminale della proiezione normalizzato;

g = tasso di crescita perpetuo;

v = tasso di attualizzazione.

Al fine di determinare il tasso di attualizzazione appropriato è stata utilizzata la seguente formula per calcolare il Costo medio ponderato del capitale della società acquirente:

$$v = K_d (1-t) D/(D+E) + K_e E/(D+E)$$

dove:

K_d = costo del capitale di debito;

K_e = costo del capitale di rischio;

D = capitale di debito;

E = capitale di rischio;

t = aliquota fiscale.

In particolare vale quanto segue:

K_d : quale riferimento per il costo del capitale di debito è stato utilizzato il tasso di interesse riferito alla società acquirente su finanziamenti a lungo termine;

K_e : rappresenta il costo del capitale di rischio, pari al rendimento atteso da un investitore in attività analoghe e determinato sulla base della teoria del Capital Asset Pricing Model applicando la seguente formula:

$$K_e = R_f \beta (R_m - R_f)$$

dove:



K_e = costo del capitale di rischio;

R_f = tasso atteso di rendimento su investimenti privi di rischi (titoli di stato a 10 anni);

β = coefficiente di correlazione tra l'andamento del corso azionario delle azioni dell'acquirente e quello del mercato azionario di riferimento;

R_m = rendimento atteso su investimenti azionari del mercato di riferimento.

6. Risultati emersi dalla valutazione effettuata dal Consiglio di Amministrazione

Attraverso l'applicazione del metodo delle quotazioni di Borsa, facendo riferimento ai prezzi medi nei sei mesi precedenti l'annuncio dell'operazione, ponderati per i volumi giornalieri scambiati, gli Amministratori sono giunti alla determinazione di un valore per azione di ACSM SpA pari a Euro 2,43.

Il valore economico di Serenissima Gas SpA, ottenuto dall'applicazione del metodo del Discounted Cash Flows, risulta pari a Euro 29,5 milioni.

Pertanto, il valore della partecipazione in Serenissima Gas SpA che sarà conferita da AEM SpA ad ACSM SpA, pari al 71,44% del capitale sociale, che considerando le azioni detenute dalla stessa Serenissima Gas SpA è pari al 79,38%, è stato quantificato dagli Amministratori di ACSM SpA in Euro 23.417 migliaia. Gli Amministratori hanno deliberato l'aumento di capitale in Euro 22.779.123,75 pari all'emissione di 9.374.125 nuove azioni ordinarie di ACSM SpA ad un valore unitario di Euro 2,43, di cui Euro 1,00 a titolo di valore nominale e Euro 1,43 a titolo di sovrapprezzo, considerando il valore complessivo dell'aumento di capitale sostanzialmente in linea con il valore medio degli scenari utilizzati per la valorizzazione del capitale economico di Serenissima Gas SpA.

7. Lavoro svolto

Ai fini dell'espletamento del nostro incarico abbiamo svolto le seguenti attività:

- Esame critico dei metodi di valutazione adottati dal Consiglio di Amministrazione e raccolta di elementi utili per accertare l'idoneità tecnica degli stessi a determinare, nelle specifiche circostanze, il prezzo delle azioni di nuova emissione.
Nel caso di ACSM SpA abbiamo verificato i valori di borsa e il calcolo dei multipli di mercato adottati dagli Amministratori. Nel caso di Serenissima Gas SpA abbiamo ripercorso l'applicazione della metodologia del Discounted Cash Flows, facendo riferimento a parametri valutativi generalmente accettati.



Abbiamo anche analizzato l'impatto sulla valutazione di Serenissima Gas SpA, calcolato dalla Direzione di ACSM SpA nell'ipotesi di mancato rinnovo delle concessioni alle relative scadenze, determinando i flussi di cassa derivanti dalla gestione sino alla scadenza e il flusso di cassa derivante dal realizzo delle immobilizzazioni materiali alla scadenza. Il valore di realizzo di tali immobilizzazioni materiali è stato calcolato dalla Direzione della Società sulla base dei valori determinati da un Tecnico esperto indipendente, rettificati dei valori delle immobilizzazioni gratuitamente devolvibili e dei contributi ricevuti;

- Analisi di sensitività nell'ambito dei metodi di valutazione adottati con l'obiettivo di verificare quanto le suddette determinazioni siano influenzabili da variazioni nelle ipotesi, nei dati e nei parametri utilizzati;
- Valutazione della ragionevolezza dei dati utilizzati con le fonti ritenute più opportune;
- Discussione con la Direzione della Società relativamente ai criteri utilizzati per la redazione del piano economico-finanziario;
- Discussione con la Direzione della Società per comprendere la configurazione dell'operazione e la documentazione fornitaci;
- Reperimento di informazioni aggiuntive rispetto a quelle fornite dagli Amministratori e conseguente elaborazione di analisi, in via autonoma e con applicazione di metodologie valutative coerenti, volte a verificare i dati ed i risultati adottati dagli Amministratori;
- Esame delle carte di lavoro della società di revisione che ha svolto la revisione del bilancio d'esercizio di Serenissima Gas SpA al 31 dicembre 2005.

Inoltre, con riferimento alla società Serenissima Gas SpA, senza con ciò eseguire alcuna valutazione di Serenissima Gas SpA, essendo tale attività svolta dagli Amministratori di ACSM SpA e confermata dalla relazione di stima predisposta dall'esperto nominato dal Tribunale ai sensi dell'articolo 2343 del Codice Civile:

- abbiamo effettuato incontri con l'esperto nominato dal Tribunale ai sensi dell'articolo 2343 del Codice Civile e discusso in merito alle assunzioni fatte ed ai criteri adottati dal perito stesso in sede di determinazione del valore della partecipazione in Serenissima Gas SpA oggetto di conferimento;
- abbiamo verificato che i dati utilizzati dall'esperto nominato dal Tribunale fossero coerenti con i dati pubblici disponibili, nonché controllato la correttezza aritmetica dei calcoli elaborati dall'esperto del Tribunale.

fel

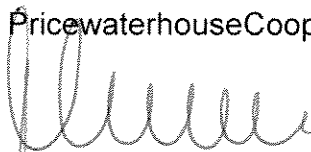
8. Conclusioni

Tutto ciò premesso, esprimiamo parere favorevole, ai sensi del 6° comma dell'articolo 2441 del Codice Civile, sulla congruità del prezzo unitario di emissione delle nuove azioni, proposto per l'approvazione dell'Assemblea straordinaria degli

azionisti, in Euro 2,43, di cui Euro 1,00 a titolo di valore nominale e Euro 1,43 a titolo di sovrapprezzo.

Milano, 20 luglio 2006

PricewaterhouseCoopers SpA



Marilena Cederna
(Revisore contabile)