

Relazione dell'esperto comune ai sensi dell'articolo 2501-sexies del Codice Civile

Agli Azionisti di
AEM Torino S.p.A.
e di
Azienda Mediterranea Gas e Acqua S.p.A.

1 Motivo, oggetto e natura dell'incarico

Con decreto emesso in data 20 gennaio 2006, su istanza di nomina sottoscritta congiuntamente da AEM Torino S.p.A. (di seguito, "AEM Torino") e di Azienda Mediterranea Gas e Acqua S.p.A. (di seguito "AMGA" oppure, congiuntamente con AEM Torino, "le Società"), abbiamo ricevuto dal Tribunale di Torino l'incarico di redigere, in qualità di esperto comune designato ai sensi e per gli effetti dell'articolo 2501 -sexies, cod. civ., la relazione sul rapporto di cambio fra le azioni di AEM Torino e quelle di AMGA, proposto nell'ambito dell'operazione che prevede la fusione per incorporazione di AMGA in AEM Torino.

Per le finalità connesse allo svolgimento del nostro incarico, abbiamo ricevuto dai Consigli di Amministrazione delle Società i progetti di fusione predisposti ai sensi dell'art. 2501-ter, cod. civ., nonché le relazioni che illustrano e giustificano, ai sensi e per gli effetti dell'articolo 2501-quinquies, cod. civ., il progetto di fusione, il rapporto di cambio delle azioni e i criteri di determinazione dello stesso. Abbiamo inoltre ricevuto le situazioni patrimoniali delle Società al 30 settembre 2005, redatte ai sensi dell'art. 2501-quater, cod. civ., e tutta la documentazione integrativa utile all'espletamento dell'incarico, come riportata nella successiva sezione 4.

Il progetto di fusione sarà sottoposto all'approvazione delle Assemblee Straordinarie degli Azionisti di AEM Torino e di AMGA con le seguenti modalità:

- AEM Torino: l'Assemblea Straordinaria degli Azionisti è fissata in prima convocazione per il giorno 29 aprile 2005 e, per l'eventuale seconda convocazione, il giorno 2 maggio 2005;
- AMGA: l'Assemblea Straordinaria degli Azionisti è fissata in prima convocazione per il giorno 29 aprile 2005 e, per l'eventuale seconda convocazione, il giorno 2 maggio 2005.

2 Sintesi dell'operazione

Secondo quanto riportato nel progetto di fusione, l'operazione di aggregazione di AEM Torino e AMGA risulta finalizzata al conseguimento di rilevanti obiettivi strategici, tra i quali, in particolare, il raggiungimento di una scala dimensionale significativa nel panorama delle

'utilities' italiane, la costituzione di un nucleo industriale radicato nel territorio in grado di favorire ulteriori aggregazioni societarie, l'ottimizzazione delle risorse finanziarie per il proseguimento dei programmi di investimento, nonché l'integrazione verticale e la redistribuzione del rischio imprenditoriale associato all'attività caratteristica.

In via contestuale alla fusione è peraltro previsto l'espletamento di alcune operazioni societarie a seguito delle quali i Comuni di Torino e Genova deterranno quote di partecipazione paritetiche nel capitale di una nuova holding finanziaria che manterrà una partecipazione di maggioranza assoluta nel capitale della entità risultante dalla fusione.

3 Natura e portata della presente relazione

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

Nell'esaminare i metodi di valutazione adottati dagli Amministratori delle Società, anche sulla base delle indicazioni fornite dai consulenti da essi nominati, non abbiamo effettuato, per le finalità connesse allo svolgimento del presente incarico, una valutazione economica della Società. Tale valutazione è stata svolta esclusivamente dagli Amministratori e dai consulenti.

4 Documentazione utilizzata

Nello svolgimento del nostro lavoro abbiamo ottenuto dalle Società partecipanti all'operazione le informazioni e i documenti ritenuti utili nella fattispecie.

Abbiamo esaminato in particolare:

- il progetto di fusione e le relazioni dei Consigli di Amministrazione delle società partecipanti alla fusione indirizzati alle rispettive Assemblee Straordinarie, che propongono un rapporto di cambio fissato in ragione di n. 0,85 azioni ordinarie di AEM Torino, del valore nominale di € 1,00, per ogni n. 1 azione ordinaria di AMGA, del valore nominale di € 0,52, senza prevedere alcun conguaglio in denaro; tali documenti contengono la determinazione dei valori attribuiti alle Società ed espongono i metodi di valutazione adottati, le ragioni che hanno condotto alla loro scelta, i valori risultanti dalla loro applicazione, ed il rapporto di cambio proposto;

- le relazioni predisposte dai consulenti finanziari nominati dai Consigli di Amministrazione delle Società, ovvero rispettivamente Banca IMI S.p.A. (di seguito, “IMI”) su incarico di AEM Torino e UniCredit Banca Mobiliare S.p.A. (di seguito “UBM” oppure, congiuntamente con IMI, “i Consulenti”) su incarico di AMGA; le relazioni dei Consulenti espongono analiticamente i parametri di valutazione e i valori risultanti dalla loro applicazione e contengono l’indicazione degli intervalli di riferimento all’interno dei quali si colloca il rapporto tra i valori economici delle azioni di AEM Torino e AMGA;
- gli statuti sociali di AEM Torino e di AMGA, nonché il testo dello statuto della società incorporante post-fusione;
- le situazioni patrimoniali delle Società, al 30 settembre 2005, predisposte ai sensi dell’art.2501-*quater* cod. civ.;
- i dati economici e patrimoniali gestionali di AEM Torino, su base consolidata, al 31 dicembre 2005;
- i dati economici e patrimoniali pre-consuntivi di AMGA, su base consolidata, al 31 dicembre 2005;
- la relazione trimestrale di AMGA al 31 dicembre 2005 corredata dalle relazioni degli Amministratori;
- le relazioni semestrali di AEM Torino ed AMGA al 30 giugno 2005 corredate dalle rispettive relazioni degli Amministratori e della società di revisione;
- i bilanci d’esercizio ed i bilanci consolidati di AEM Torino ed AMGA al 31 dicembre 2004 e 31 dicembre 2003 corredate dalle rispettive relazioni degli Amministratori, del Collegio Sindacale e della società di revisione;
- il budget 2006 e piano economico-finanziario 2007-2008 di AEM Torino approvato dal Consiglio di Amministrazione della società in data 20 dicembre 2005, e gli aggiornamenti apportati dalla direzione aziendale di AEM Torino nel gennaio 2006 che estendono l’orizzonte temporale del piano fino al 2011;
- il piano economico-finanziario 2005-2009 di AMGA approvato dal Consiglio di Amministrazione della Società in data 13 maggio 2005, e gli aggiornamenti apportati dalla Direzione Aziendale nel gennaio 2006;
- il prospetto informativo di sollecitazione e quotazione relativo a offerta in opzione di azioni AEM Torino con abbinati Warrant depositato in CONSOB in data 3 giugno 2003;

- i dati relativi ai prezzi e ai volumi delle azioni di AEM Torino e AMGA trattate al Mercato Telematico Azionario della Borsa Italiana S.p.A. nel periodo gennaio 2005-gennaio 2006 come rilevati dagli Amministratori e dai Consulenti, nonché i più recenti “equity research” predisposti dagli analisti di primari intermediari finanziari relativamente ai titoli medesimi;
- l’Accordo dei Comuni, tra Comune di Genova e Finanziaria Sviluppo Utilities S.p.A., da una parte, e Comune di Torino e Finanziaria Città di Torino S.r.l., dall’altra parte, relativo al progetto di riorganizzazione e fusione tra AEM Torino e AMGA, del 30 gennaio 2006;
- l’Accordo delle Società, tra AEM Torino e AMGA, relativo al progetto di riorganizzazione e fusione tra le Società, del 30 gennaio 2006;
- il comunicato stampa relativo all’operazione di fusione emesso congiuntamente da AEM Torino e AMGA in data 25 gennaio 2006;
- altre informazioni e documenti integrativi, di natura contabile e gestionale, forniti dalle Società e ritenuti utili ai fini della presente relazione.

Abbiamo inoltre ottenuto attestazione dai rappresentanti legali delle Società che, per quanto a loro conoscenza, non sono intervenuti fatti che possano determinare sensibili variazioni degli elementi presi a base per lo svolgimento delle nostre analisi né che possano modificare le valutazioni espresse dai Consigli di Amministrazione delle Società per la determinazione del rapporto di cambio.

5 Metodi di valutazione adottati dai Consigli di Amministrazione per la determinazione del rapporto di cambio

Con riferimento ai criteri adottati per la determinazione del rapporto di cambio gli Amministratori riferiscono quanto segue:

- i criteri di valutazione adottati sono stati selezionati tenendo conto che l’obiettivo del processo valutativo non è tanto la determinazione di valori assoluti dei capitali economici delle due Società, quanto l’ottenimento di valori relativi significativamente confrontabili nella determinazione del rapporto di cambio;
- le Società sono state valutate in ipotesi di continuità gestionale e autonomia operativa, ovvero prescindendo da ogni considerazione concernente le sinergie derivanti dalla prospettata integrazione tra le loro attività;
- è stato privilegiato il principio della sostanziale omogeneità dei criteri applicati, compatibilmente con gli elementi caratteristici di ciascuna delle Società oggetto di valutazione.

Nell'ambito dell'approccio sopra descritto gli Amministratori di AEM Torino e AMGA hanno applicato le medesime metodologie. Gli Amministratori hanno attribuito a dette metodologie pari dignità, non ritenendo di individuare, tra quelle proposte, una metodologia principale. Le metodologie individuate sono le seguenti:

- il metodo delle quotazioni di borsa;
- il metodo dei flussi di cassa operativi scontati ("Discounted Cash Flows" o "DCF").

Gli Amministratori rilevano che le metodologie basate sui multipli di borsa sono state ritenute non applicabili in quanto entrambe le Società hanno programmi di investimento di medio-lungo termine i cui effetti sui dati prospettici rendono scarsamente significativi i risultati derivanti dall'applicazione dei parametri empirici.

Relativamente alla metodologia DCF, le valutazioni sviluppate dagli Amministratori sono riferite alla data del 31 dicembre 2005 e sono state sviluppate utilizzando dati economici e finanziari predisposti su base consolidata; le situazioni patrimoniali utilizzate come base per le valutazioni fanno riferimento a dati pre-consuntivi e gestionali.

5.1 Metodo delle quotazioni di borsa

Il metodo delle quotazioni di borsa consiste nel riconoscere alle azioni rappresentative del capitale dell'azienda un valore corrispondente a quello attribuito dal mercato regolamentato nel quale le azioni sono trattate. L'applicazione di tale metodologia richiede la preliminare verifica delle seguenti condizioni:

- il grado di significatività dei prezzi espressi dal mercato per le azioni della società oggetto di analisi;
- l'omogeneità e la comparabilità, su un orizzonte temporale sufficientemente ampio, dei prezzi delle azioni della società: il periodo di osservazione deve essere tale da consentire di depurare i corsi da eventuali fattori speculativi attinenti al titolo o da congiunture di mercato contraddistinte da elevate fluttuazioni.

Verificate le condizioni di cui sopra, i valori rilevati dai prezzi di borsa possono considerarsi rappresentativi delle attese (e dei conseguenti giudizi di valore) degli investitori in merito alla società oggetto di analisi. I valori espressi, peraltro, sono adeguati a rappresentare il puro valore finanziario del titolo in quanto non includono premi strategici, di controllo e negoziali, fattori per definizione non incorporati nel prezzo di borsa (le transazioni effettuate sui mercati regolamentati sono tipicamente relative a quote di minoranza).

Nel caso di specie, gli Amministratori delle Società hanno fatto riferimento ai prezzi ufficiali registrati dai titoli di AEM Torino e AMGA al Mercato Telematico Azionario della Borsa Italiana S.p.A. nell'arco di orizzonti temporali di varia ampiezza. In particolare gli

Amministratori hanno utilizzato le rilevazioni dei prezzi medi a un mese, tre mesi, sei mesi e dodici mesi dalla data di riferimento del 25 gennaio 2006, ponderati rispetto ai volumi scambiati.

Risultati dell'applicazione del metodo delle quotazioni di borsa da parte del Consiglio di Amministrazione di AEM Torino

	AEM Torino		AMGA	
	Valore 100% del capitale economico Euro min	Valore per azione Euro	Valore 100% del capitale economico Euro min	Valore per azione Euro
1 mese	1.080	2,08	625	1,70
3 mesi	1.060	2,04	614	1,67
6 mesi	1.065	2,05	629	1,71
12 mesi	1.065	2,05	633	1,72

Risultati dell'applicazione del metodo delle quotazioni di borsa da parte del Consiglio di Amministrazione di AMGA

	AEM Torino		AMGA	
	Valore 100% del capitale economico Euro min	Valore per azione Euro	Valore 100% del capitale economico Euro min	Valore per azione Euro
1 mese	1.082	2,08	627	1,71
3 mesi	1.062	2,04	614	1,67
6 mesi	1.066	2,05	630	1,71
12 mesi	1.067	2,05	632	1,72

5.2 Metodo dei flussi di cassa operativi scontati (DCF)

- Il metodo dei flussi di cassa operativi scontati si basa sul principio che il valore economico di una azienda è determinato sulla base delle seguenti componenti:
- i flussi di cassa operativi netti che l'azienda sarà in grado di generare in futuro, scontati ad un tasso di attualizzazione pari al costo medio ponderato del capitale (*Weighted Average Cost of Capital, o WACC*); i flussi di cassa futuri sono esplicitati per un numero definito di anni (periodo esplicito), successivamente ai quali si ipotizza la generazione, da parte dell'azienda, di un flusso di cassa sostenibile in perpetuità;

- il valore di mercato di eventuali attività (*surplus assets*) non inerenti alla gestione caratteristica o non considerati, per altri motivi metodologici, nei flussi di cassa operativi.
- la posizione finanziaria netta dell'azienda espressa a valori di mercato e determinata con riferimento alla data della valutazione;
- se la valutazione è sviluppata (come nel caso di specie) su dati consolidati, il patrimonio di spettanza delle minoranze, espresso a valori di mercato e determinato con riferimento alla data della valutazione.

L'applicazione del metodo comporta l'utilizzo della seguente formula:

$$V = PFN + \sum_{k=1}^n FCF_k / (1 + WACC)^k + TV + SA - M$$

dove:

- V = valore del capitale economico dell'azienda;
 PFN = posizione finanziaria netta;
 FCF_k = flussi di cassa operativi netti del periodo esplicito;
 n = numero di anni del periodo esplicito;
 WACC = costo medio ponderato del capitale;
 TV = valore terminale (*terminal value*);
 SA = attività non strumentali (*surplus assets*);
 M = interessi di terzi (*minorities*)

I flussi di cassa operativi netti (FCF)

I flussi di cassa operativi netti si riferiscono esclusivamente all'attività caratteristica della realtà oggetto di valutazione. Essi sono determinati come segue:

Reddito operativo^(*)
 - effetto fiscale figurativo sul reddito operativo
 =
 NOPLAT (Reddito operativo al netto delle imposte figurative)
 + ammortamenti
 + accantonamenti non monetari
 ± variazioni del capitale circolante netto
 ± variazioni delle altre passività/attività
 - investimenti
 =
 Flusso di cassa operativo netto

Il costo medio ponderato del capitale (WACC)

Il costo medio ponderato del capitale rappresenta il tasso utilizzato per l'attualizzazione dei flussi di cassa operativi netti del periodo esplicito e per la determinazione del valore residuo; esso è calcolato come media ponderata del costo del capitale proprio e dell'indebitamento, mediante la seguente formula:

$$WACC = [D / (D+E)] * K_D * (1-t) + [E / (D+E)] * K_e$$

dove:

- D = debito finanziario netto;
 E = valore corrente del patrimonio netto;
 $K_D * (1-t)$ = costo dell'indebitamento al netto del vantaggio fiscale;
 K_e = costo del capitale proprio.

La struttura del capitale (rapporto indebitamento netto/patrimonio netto) è di norma determinata sulla base della struttura ottimale del settore di riferimento della realtà oggetto di valutazione.

^(*) Risultato economico prima delle componenti finanziarie, straordinarie ed estranee alla gestione caratteristica.

Il costo del capitale proprio (K_e) è stimato pari al tasso di rendimento delle attività prive di rischio (Titoli di Stato a lungo termine) incrementato di un premio correlato al rischio specifico del settore e della società oggetto di valutazione; tale premio è calcolato in funzione del rendimento medio del mercato azionario e del coefficiente (β), che misura la correlazione tra rendimento di mercato e rendimento specifico dei titoli della società oggetto di valutazione.

Il costo del capitale proprio è determinato mediante la seguente formula:

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

dove:

- R_f = tasso di rendimento delle attività prive di rischio;
- β = coefficiente beta, che indica la rischiosità dello specifico titolo rispetto al mercato azionario nel suo complesso;
- R_m = rendimento medio del mercato azionario;
- $R_m - R_f$ = indica il premio, ovvero il rendimento differenziale, richiesto dagli investitori per un investimento in titoli azionari rispetto ad un investimento privo di rischio.

Il costo dell'indebitamento (K_d) è stimato pari al costo medio del debito finanziario a medio/lungo termine di mercato, al netto dell'effetto fiscale.

Il valore terminale (TV)

Il valore terminale rappresenta il valore attuale dei flussi di cassa operativi netti previsti per il periodo successivo all'orizzonte temporale esplicito di riferimento; esso è determinato come segue:

$$TV = [FCF_{n+1} / (WACC - g)] / (1+WACC)^n$$

dove "g" rappresenta il tasso nominale di crescita media del flusso di cassa operativo netto atteso nel periodo successivo al periodo esplicito e FCF_{n+1} rappresenta il flusso di cassa operativo normalizzato (sostenibile) del primo anno dopo il periodo esplicito di previsione (n).

5.2.1 Applicazione del metodo dei flussi di cassa operativi scontati da parte del Consiglio di Amministrazione di AEM Torino

Il Consiglio di Amministrazione di AEM Torino, anche sulla base delle indicazioni fornite dal consulente IMI, ha proceduto all'applicazione del metodo DCF sulla base dei seguenti parametri:

- i dati economico-finanziari prospettici sono riferiti, per entrambe le Società, ad un periodo esplicito di cinque anni, dal 1 gennaio 2006 al 31 dicembre 2010; i dati economico-finanziari prospettici di AMGA, originariamente riferiti al periodo 2005-2009, sono stati estesi all'esercizio 2010 con approccio inerziale, sulla base dell'inflazione attesa;
- il tasso di attualizzazione dei flussi di cassa operativi, corrispondente al costo medio ponderato del capitale delle Società, è stato stimato pari al 5,69% per AEM Torino e pari al 6,41% per AMGA;
- il valore residuo delle Società successivamente al 2010 è stato determinato mediante l'algoritmo della rendita perpetua, con riferimento ad un flusso di cassa normalizzato delle componenti non ricorrenti e ipotizzando l'equivalenza tra il valore degli ammortamenti e degli investimenti a regime;
- il valore attribuito alle partecipazioni immobilizzate in società non consolidate e, per AMGA, al patrimonio netto di terzi, corrisponde al valore contabile risultante dalla situazione patrimoniale consolidata pre-consuntiva delle Società al 31 dicembre 2005;
- la stima del valore delle azioni di AEM Torino considera separatamente il valore attuale del risparmio fiscale atteso dal maggior livello di ammortamenti per un numero limitato di anni successivi al 2010, e il valore degli incentivi (certificati verdi) non considerati nelle proiezioni del periodo esplicito.

Risultati dell'applicazione del metodo DCF da parte del Consiglio di Amministrazione di AEM Torino

	AEM Torino	AMGA
	Valore 100% del capitale economico Euro min	Valore 100% del capitale economico Euro min
Equity Value	1.435	877

Gli Amministratori hanno infine sviluppato un'analisi di sensibilità del valore delle Società al variare del costo del capitale (dal 5,6% al 5,8% per AEM Torino, dal 6,3% al 6,5% per AMGA) e del tasso di crescita perpetua dei flussi di cassa attesi (dallo 0,75% al 1,25% per entrambe); sulla base di tale analisi gli Amministratori hanno individuato l'intervallo di valori riportato nella tabella che segue.

AEM Torino (Euro min)	5,59%	5,69%	5,79%
0,75%	1.379	1.333	1.289
1,0%	1.485	1.435	1.386
1,25%	1.604	1.548	1.494
AMGA (Euro min)	6,31%	6,41%	6,51%
0,75%	852	831	810
1,0%	901	877	855
1,25%	955	929	904

5.2.2 *Applicazione del Metodo dei flussi di cassa operativi scontati da parte del Consiglio di Amministrazione di AMGA*

Il Consiglio di Amministrazione di AMGA, anche sulla base delle indicazioni fornite dal consulente UBM, ha proceduto all'applicazione del metodo DCF sulla base dei seguenti parametri:

- i dati economico-finanziari prospettici sono riferiti: per AEM Torino, ad un periodo esplicito di sei anni, dal 1 gennaio 2006 al 31 dicembre 2011; per AMGA, ad un periodo esplicito di quattro anni, dal 1 gennaio 2006 al 31 dicembre 2009;
- il tasso di attualizzazione dei flussi di cassa operativi, corrispondente al costo medio ponderato del capitale delle Società, è stato stimato pari al 6,05% per AEM Torino e pari al 6,03% per AMGA;
- il valore residuo delle Società (riferito agli esercizi successivi al 2011 per AEM Torino e a quelli successivi al 2009 per AMGA) è stato determinato mediante l'algoritmo della rendita perpetua, con riferimento ad un flusso di cassa normalizzato delle componenti non ricorrenti e ipotizzando l'equivalenza tra il valore degli ammortamenti e degli investimenti a regime;
- la stima delle partecipazioni immobilizzate in società non consolidate è basata sul valore contabile alla data di riferimento e su indicatori di tipo empirico; il valore attribuito al patrimonio netto di terzi di AMGA corrisponde al valore contabile risultante dalla situazione patrimoniale consolidata pre-consuntiva della Società al 31 dicembre 2005;
- la stima del valore delle azioni di AEM Torino considera separatamente il valore attuale degli incentivi (certificati verdi) non considerati nelle proiezioni del periodo esplicito.

Risultati dell'applicazione del metodo DCF da parte del Consiglio di Amministrazione di AMGA

	AEM Torino	AMGA
	Valore 100% del capitale economico Euro min	Valore 100% del capitale economico Euro min
Equity Value	1.072	666

Gli Amministratori hanno infine sviluppato un'analisi di sensibilità del valore delle Società al variare del costo del capitale (dal 5,5% al 6,5%) e del tasso di crescita perpetua dei flussi di cassa attesi (dallo 0% allo 0,50%); sulla base di tale analisi gli Amministratori hanno individuato l'intervallo di valori riportato nella tabella che segue.

AEM Torino	5,55%	6,05%	6,55%
0,50%	1.349	1.143	971
0,25%	1.262	1.072	913
0,00%	1.184	1.008	859
AMGA	5,53%	6,03%	6,53%
0,50%	821	709	616
0,25%	769	666	580
0,00%	721	627	547

6 Difficoltà di valutazione incontrate dai Consigli di Amministrazione

Le difficoltà riguardanti la valutazione delle Società per la determinazione del rapporto di cambio, evidenziate dagli Amministratori ai sensi dell'art. 2501 *-quinquies*, terzo comma, cod. civ., sono le seguenti:

- l'applicazione del metodo dei flussi di cassa operativi scontati (DCF) è stata condotta sulla base di dati previsionali di medio periodo derivanti dai piani pluriennali delle Società; tali dati presentano per loro natura elementi di incertezza e soggettività poiché dipendono dall'effettivo verificarsi delle ipotesi e delle assunzioni utilizzate per la formulazione delle previsioni; gli Amministratori rilevano, in particolare, che tali dati ipotizzano la continuità

dell'attuale quadro legislativo, le cui evoluzioni potrebbero avere un impatto anche significativo sui risultati attesi delle Società;

- la stima del valore unitario delle azioni delle Società è basata sull'ipotesi di integrale conversione degli strumenti diluitivi attualmente in circolazione, ovvero, in particolare, dei warrants "AEM Torino 2003-2008" e delle obbligazioni convertibili "AMGA S.p.A. 2004-2007 1,9798%CV"; tale ipotesi è motivata dalla convenienza economica dell'esercizio dell'opzione di conversione di detti strumenti: alla data attuale il valore di mercato dei titoli sottostanti risulta superiore al costo di esercizio dei diritti e tale convenienza risulta pertanto verificata;
- le stime in oggetto sono sviluppate nell'ipotesi che l'operazione di fusione non comporti modifiche degli statuti delle società tali da determinare il recesso di soci dissenzienti; gli Amministratori segnalano che tale ipotesi è coerente con le informazioni disponibili alla data attuale.

7 Risultati emersi dalle valutazioni effettuate dai Consigli di Amministrazione

I valori attribuibili ai capitali economici di AEM Torino e di AMGA, nonché i relativi valori per azione ed i conseguenti rapporti teorici di cambio, stimati dai Consigli di Amministrazione sulla base dei metodi e dei criteri in precedenza descritti, sono riportati nelle tabelle che seguono.

Valore per azione e rapporto teorico di cambio individuati dal Consiglio di Amministrazione di AEM Torino

Metodologie	Valore per azione €		Rapporto teorico di cambio
	AEM Torino	AMGA	
Prezzi di borsa			
1 mese	2,08	1,70	0,82
3 mesi	2,04	1,67	0,82
6 mesi	2,05	1,71	0,83
12 mesi	2,05	1,72	0,84
Metodo DCF			
Massimo	3,09	2,60	0,84
Minimo	2,48	2,20	0,89

Valore per azione e rapporto teorico di cambio individuato dal Consiglio di Amministrazione di AMGA

Metodologie	Valore per azione €		Rapporto teorico di cambio
	AEM Torino	AMGA	
Prezzi di borsa			
1 mese	2,08	1,71	0,82
3 mesi	2,04	1,67	0,82
6 mesi	2,05	1,71	0,83
12 mesi	2,05	1,72	0,84
Metodo DCF			
Massimo	2,60	2,23	0,86
Valore centrale	2,06	1,81	0,88
Minimo	1,65	1,49	0,90

Gli Amministratori hanno indicato che i rapporti di cambio sono stati determinati facendo riferimento a valori unitari calcolati con metodologie omogenee.

Gli Amministratori hanno inoltre evidenziato che i rapporti di cambio stimati fanno riferimento a valori unitari delle azioni “cum cedola”, ovvero inclusivi del diritto al dividendo a valere sugli utili dell’esercizio al 31 dicembre 2005.

A tale riguardo gli Amministratori hanno rilevato che le Società intendono sottoporre alle rispettive assemblee degli azionisti convocate per l’approvazione dei bilanci 2005 la proposta di distribuzione di un dividendo prima della data di efficacia della fusione. In tal caso, qualora le rispettive proposte di dividendo rispettino il rapporto di proporzionalità implicito nel rapporto di cambio, e qualora i dividendi non eccedano i rispettivi utili netti distribuibili delle Società, i rapporti di cambio non risulterebbero alterati.

Con riferimento a quanto sopra, i Consigli di Amministrazione delle Società, anche sulla base delle relazioni dei rispettivi consulenti, hanno determinato il rapporto di cambio per l’operazione di fusione in misura pari a:

numero 0,85 azioni ordinarie di AEM Torino del valore nominale di 1,00 Euro ciascuna per ogni numero 1 azione ordinaria di AMGA del valore nominale di 0,52 Euro.

Non è previsto alcun conguaglio in denaro.

8 Lavoro svolto

Nell'ambito del presente incarico, abbiamo:

- esaminato il progetto di fusione, le situazioni patrimoniali redatte ai sensi dell'art. 2501-*quater*, cod. civ. e le relazioni dei Consigli di Amministrazione di AEM Torino e AMGA indirizzati alle rispettive Assemblee Straordinarie;
- esaminato le relazioni dei Consulenti ed avuto colloqui con questi ultimi al fine di analizzare l'uniformità e la corretta applicazione dei metodi di valutazione adottati in ordine alla comparabilità dei risultati ottenuti;
- esaminato i bilanci d'esercizio e consolidato al 31 dicembre 2004 delle Società, corredati dalle rispettive relazioni degli Amministratori, del Collegio Sindacale e della società di revisione;
- esaminato i dati economici e patrimoniali gestionali di AEM Torino e i dati economici e patrimoniali pre-consuntivi di AMGA, predisposti su base consolidata, al 31 dicembre 2005 e discusso con la Direzione delle due Società i criteri utilizzati per la loro predisposizione;
- esaminato la relazione trimestrale di AMGA al 31 dicembre 2005 corredata della relazione degli Amministratori;
- esaminato gli statuti sociali di AEM Torino ed AMGA, nonché il testo dello statuto della società incorporante post-fusione contenuto nel progetto di fusione;
- avuto colloqui con la società incaricata della revisione contabile del bilancio di AMGA, al fine di ottenere informazioni eventualmente utili ai fini dell'espletamento del nostro incarico;
- discusso con la Direzione di AEM Torino ed AMGA, fermo restando i limiti e le incertezze connessi ad ogni tipo di previsione, i criteri e le ipotesi utilizzati per la redazione dei piani industriali delle Società;
- riscontrato la completezza e non contraddittorietà delle motivazioni adottate dai Consigli di Amministrazione riguardanti i metodi valutativi adottati nella fissazione del rapporto di cambio;
- analizzato criticamente i metodi di valutazione adottati dai Consigli di Amministrazione ed analizzato ogni altro elemento utile ad accertare se gli stessi fossero idonei, nelle specifiche circostanze, a determinare i valori economici delle società interessate alla fusione;

- verificato la ragionevolezza dei dati utilizzati con le fonti di riferimento e, quindi, con la documentazione utilizzata descritta nel precedente paragrafo 4;
- confrontato le rilevazioni riferite a prezzi e volumi scambiati dei titoli AEM Torino e AMGA con i dati disponibili da fonti ufficiali;
- verificato l'accuratezza dei calcoli matematici utilizzati per la determinazione del rapporto di cambio da parte dei Consigli di Amministrazione;
- svolto analisi di sensibilità nell'ambito dei metodi di valutazione adottati con l'obiettivo di verificare quanto il rapporto di cambio fosse influenzato da variazioni nelle ipotesi e nei parametri assunti.
- ottenuto un'attestazione dai rappresentanti legali delle Società che, per quanto a loro conoscenza, non sono intervenuti fatti che possano determinare sensibili variazioni degli elementi presi a base per lo svolgimento delle nostre analisi né che possano modificare le valutazioni espresse dai Consigli di Amministrazione delle Società per la determinazione del rapporto di cambio.

9 Commenti sull'adeguatezza dei metodi utilizzati e sulla validità delle stime prodotte dai Consigli di Amministrazione

Con riferimento al presente incarico, si sottolinea che il procedimento decisionale seguito dai Consigli di Amministrazione di AEM Torino e AMGA, anche sulla base delle indicazioni fornite dai Consulenti, aveva come obiettivo non tanto la determinazione di valori assoluti dei capitali economici delle Società, quanto l'ottenimento di valori relativi significativamente confrontabili nella determinazione del rapporto di cambio, al fine di assicurare equità di trattamento per gli Azionisti. Per tale ragione, le valutazioni effettuate dagli Amministratori hanno significato unicamente nel loro profilo relativo e non possono essere assunte quali stime del valore assoluto delle Società per finalità differenti.

Ciò premesso, le principali considerazioni sui metodi di valutazione adottati per la determinazione del rapporto di cambio sono riportate di seguito:

- i metodi adottati dai Consigli di Amministrazione sono comunemente accettati ed utilizzati sia a livello nazionale che internazionale nell'ambito delle valutazioni di realtà operanti nel settore di riferimento;
- la pari dignità assegnata dagli Amministratori ai metodi utilizzati non ha comportato la necessità di individuare criteri di importanza relativa;

- tra i criteri valutativi di tipo empirico, il metodo delle quotazioni di borsa rappresenta un riferimento imprescindibile ai fini della stima di società con azioni negoziate su mercati regolamentati; in ambito applicativo, peraltro, gli Amministratori hanno utilizzato rilevazioni riferite ad intervalli temporali di diversa ampiezza, anche al fine di tener conto della volatilità del mercato e delle possibili fluttuazioni dei singoli titoli;
- tra i criteri valutativi di tipo analitico, il metodo DCF risulta ad oggi quello più diffusamente applicato dalla dottrina e dalla prassi professionale e di mercato, in considerazione sia della solidità e coerenza dei principi teorici di base, sia della maggiore familiarità presso investitori, esperti ed osservatori internazionali.

10 Limiti e difficoltà specifici incontrati dal revisore nell'espletamento del presente incarico

Nell'espletamento dell'incarico abbiamo rilevato le seguenti difficoltà connaturate al processo di valutazione effettuato dai Consigli di Amministrazione:

- il processo valutativo individuato dagli Amministratori ha comportato la rilevazione e l'utilizzo dei corsi di borsa delle azioni AEM Torino e AMGA, che rappresentano indicazioni di mercato potenzialmente soggette a fluttuazioni di breve periodo, anche significative;
- l'applicazione del metodo DCF ha comportato l'utilizzo di dati economico-finanziari prospettici che sono per loro natura aleatori, soggetti a significativi cambiamenti di scenario e sensibili a variazioni del quadro economico e normativo;

Si richiama inoltre l'attenzione su quanto segue:

- le stime proposte dagli Amministratori fanno riferimento a valori unitari delle azioni 'cum cedola', ovvero inclusivi, per entrambe le Società, del diritto al dividendo a valere sugli utili dell'esercizio al 31 dicembre 2005: l'eventuale distribuzione di dividendi da parte delle Società prima della data di efficacia della fusione non avrà impatto sul rapporto di cambio solamente qualora risultino verificate alcune condizioni esplicitamente indicate nelle relazioni degli Amministratori; il verificarsi di tali condizioni costituisce pertanto presupposto essenziale delle nostre conclusioni.

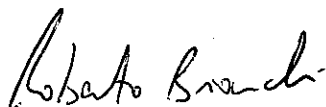
Le suddette difficoltà sono state oggetto di attenta considerazione nella predisposizione della presente relazione.

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 di valutazione adottati dai Consigli di Amministrazione di AEM Torino e AMGA, anche sulla base delle indicazioni dei loro Consulenti, siano adeguati, in quanto nella circostanza ragionevoli e non arbitrari, e che gli stessi siano stati correttamente applicati al fine della determinazione del rapporto di cambio delle azioni contenuto nel progetto di fusione.

Torino, 27 marzo 2006

KPMG S.p.A.



Roberto Bianchi
Socio