

**VEI LOG S.p.A.**  
**MID Industry Capital S.p.A.**

**RELAZIONE DELLA SOCIETÀ DI REVISIONE  
AI SENSI DELL'ART. 2501 – *SEXIES* DEL CODICE CIVILE**

**RELAZIONE DELLA SOCIETÀ DI REVISIONE  
AI SENSI DELL'ART. 2501 – SEXIES DEL CODICE CIVILE**

Agli Azionisti di VEI Log S.p.A.  
Agli Azionisti di MID Industry Capital S.p.A.

**1. MOTIVO ED OGGETTO DELL'INCARICO**

Su istanza di nomina sottoscritta congiuntamente da MID Industry Capital S.p.A. (nel seguito "MIC" o "Società Incorporanda") e VEI Log S.p.A. (nel seguito "VEI Log" o "Società Incorporante" e, insieme a MIC, le "Società"), con provvedimento datato 7 luglio 2017, il Tribunale di Milano ha designato PKF Italia S.p.A. quale esperto comune incaricato di redigere, ai sensi dell'art. 2501–sexies del Codice Civile, la relazione sulla congruità del rapporto di cambio tra le azioni della Società Incorporante e le azioni della Società Incorporanda (di seguito il "Rapporto di Cambio").

Per le finalità connesse allo svolgimento del nostro incarico, abbiamo ricevuto dal Consiglio di Amministrazione di MIC e dall'Amministratore Unico di VEI Log (di seguito, congiuntamente, gli "Amministratori") la seguente documentazione relativa alla prospettata fusione per incorporazione di MIC in VEI Log (nel seguito, anche la "Fusione"):

- (i) il progetto di fusione per incorporazione di MIC in VEI Log (di seguito il "Progetto di Fusione"), approvato dal Consiglio di Amministrazione di MIC e dall'Amministratore Unico in data 25 luglio 2017, corredato dalle relazioni degli Amministratori (di seguito le "Relazioni degli Amministratori" o anche solo le "Relazioni") che indicano, illustrano e giustificano, ai sensi dell'art. 2501–quinquies del Codice Civile, il Rapporto di Cambio delle azioni;
- (ii) il bilancio d'esercizio al 31 dicembre 2016 di MIC approvato dalla Assemblea dei Soci in data 15 maggio 2017;
- (iii) la situazione patrimoniale-finanziaria di MIC al 31 marzo 2017 approvata dal Consiglio di Amministrazione del 12 maggio 2017 e la situazione patrimoniale di VEI Log al 30 giugno 2017 redatte ai sensi dell'art. 2501 – quater del Codice Civile e presentate nel CDA del 25 luglio 2017.

Il Progetto di Fusione sarà sottoposto all'approvazione delle Assemblee Straordinarie degli Azionisti delle Società fissate per il giorno 12 settembre 2017 in prima convocazione e per il giorno 13 settembre 2017 in seconda convocazione.

**2. SINTESI DELL'OPERAZIONE**

L'operazione ha per oggetto la Fusione per incorporazione di MIC in VEI Log.

VEI Log è una società per azioni di diritto italiano costituita il 19 giugno 2017; la stessa ha per oggetto l'attività di assunzione, detenzione, gestione e dismissione di partecipazioni, in altre società e/o enti costituiti o da costituire.



Alla data del Progetto di Fusione, il capitale sociale di VEI Log è pari a Euro 100.000,00, interamente versato, suddiviso in n. 100.000 azioni ordinarie prive del valore nominale, interamente detenute dal socio di maggioranza di MIC, VEI Capital S.p.A. (di seguito VEI Capital).

MIC è una società per azioni che ha per oggetto l'esercizio dell'attività di assunzione di partecipazioni, intesa quale attività di acquisizione, detenzione e gestione dei diritti, rappresentati o meno da titoli, sul capitale di altre società e/o imprese, e di concessione di finanziamenti, non nei confronti del pubblico, tramite la sottoscrizione di strumenti finanziari definiti dall'art. 1, comma 2, D.Lgs. n. 58 del 24 febbraio 1998 (di seguito, "TUIF").

Alla data del Progetto di Fusione, il capitale sociale di MIC è pari ad Euro 5.000.225,00, interamente versato, suddiviso in n. 4.220.225 azioni ordinarie senza indicazione del valore nominale (82,868% possedute da VEI Capital S.p.A., 7,583% possedute da Fondazione di Piacenza e Vigevano e 9,549% di titolarità del mercato e di altri soci). Alla data del 31 dicembre 2016 la Società Incorporanda detiene n. 17.075 azioni proprie.

In data 25 luglio 2017 gli Amministratori di VEI Log e MIC hanno approvato il Progetto di Fusione e le Relazioni degli Amministratori, pervenendo alla determinazione del Rapporto di Cambio.

Gli Amministratori riferiscono che agli azionisti ordinari di MIC saranno assegnate n. 5 azioni ordinarie della Società Incorporante, di nuova emissione, per ogni n. 1 azione ordinaria della Società Incorporanda. Non sono previsti conguagli in danaro.

Gli Amministratori precisano che la Società Incorporante aumenterà il proprio capitale per massimi nominali Euro 21.101.125, mediante emissione di massime n. 21.101.125 ordinarie del valore nominale di Euro 1,00 ciascuna, in applicazione del Rapporto di Cambio. L'importo dell'aumento di capitale massimo di VEI Log al servizio del concambio è calcolato senza tenere conto delle azioni ordinarie MIC possedute da MIC stessa (i.e. azioni proprie) alla data del Progetto di Fusione, che saranno annullate senza concambio in sede di Fusione.

Il numero delle azioni e l'importo del capitale sopra indicati saranno soggetti a variazione, in funzione del numero di azioni proprie detenute da MIC nel giorno dell'atto di fusione, con la precisazione che l'importo del capitale sarà ridotto proporzionalmente per ciascuna azione propria detenuta a tale data.

In conseguenza del perfezionamento della Fusione, le azioni ordinarie della Società Incorporanda, escluse come anticipato le azioni proprie, verranno dunque annullate e concambiate con azioni ordinarie della Società Incorporante.

La Società Incorporante assumerà il medesimo oggetto sociale di MIC e, pertanto, l'art. 4 dello statuto della Società Incorporante relativo all'oggetto sociale sarà modificato in modo da renderlo identico a quello della Società Incorporanda.

La Fusione determina l'esclusione dalla quotazione delle azioni di MIC.

Nell'ambito delle Relazioni, gli Amministratori indicano le seguenti motivazioni alla base di tale scelta:

- (i) il risparmio di costi derivante dalla revoca della quotazione delle azioni di MIC, non più giustificata alla luce dell'attività della stessa società;
- (ii) la scarsa liquidità dei titoli di MIC sul mercato, tale da non attribuire concreti benefici agli azionisti e, pertanto, da non giustificare la permanenza in quotazione delle azioni della Società Incorporanda medesima;

(iii) la complicazione organizzativa, le procedure e le formalità previste dalla normativa vigente per le società quotate, indipendentemente dalle attività e dalla dimensione operativa.

Pertanto, gli Amministratori sostengono che la semplificazione organizzativa e il minor livello di *compliance* richiesto alle società non quotate consentirà a MIC di liberare risorse da dedicare al controllo e alla valorizzazione delle partecipazioni detenute.

Trattandosi di un'operazione con parti correlate, dal momento che VEI Log è interamente controllata da VEI Capital, la quale controlla anche MIC, il Consiglio di Amministrazione di MIC riferisce di avere coinvolto sin da subito nelle proprie valutazioni il Comitato per le Operazioni con Parti Correlate di MIC medesima (il "Comitato OPC"). In data 25 luglio 2017, il Comitato OPC ha espresso parere favorevole in merito alla convenienza economica e alla correttezza, anche sostanziale, delle condizioni dell'operazione di Fusione..

Per effetto della Fusione, agli azionisti di MIC che non avranno concorso alla deliberazione assembleare di approvazione del progetto di fusione spetterà il diritto di recesso *ex art. 2437-quinquies* del Codice Civile, in quanto la Fusione determina l'esclusione dalla quotazione delle azioni di MIC.

Il valore di liquidazione delle azioni ordinarie oggetto di recesso è stato determinato dagli Amministratori di MIC, ai sensi dell'art. 2437-*ter* del Codice Civile, in Euro 4,00, facendo esclusivo riferimento alla media aritmetica dei prezzi di chiusura delle azioni nei sei mesi che hanno preceduto la pubblicazione dell'avviso di convocazione dell'Assemblea di MIC chiamata ad approvare la Fusione (intervenuta in data 22 giugno 2017).

Il recesso, legittimamente esercitato, sarà efficace subordinatamente al perfezionamento della Fusione.

La Fusione produrrà effetti civilistici, ai sensi dell'art. 2504-*bis*, comma 2, del Codice Civile, a far data dall'ultima delle iscrizioni dell'atto di fusione, ovvero alla data successiva indicata nell'atto medesimo. Le operazioni effettuate dalla Società Incorporanda saranno imputate nel bilancio della Società Incorporante dalla data di efficacia. Dalla stessa data decorreranno anche gli effetti fiscali della Fusione.

### **3. NATURA E PORTATA DELLA PRESENTE RELAZIONE**

Al fine di fornire agli azionisti di VEI Log e di MIC idonee informazioni sul Rapporto di Cambio, la presente relazione indica i metodi seguiti dagli Amministratori delle Società per la sua determinazione e le difficoltà di valutazione dagli stessi incontrate. Essa contiene inoltre le nostre considerazioni sull'adeguatezza, nelle specifiche circostanze, 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 delle Società non abbiamo effettuato una valutazione economica di VEI Log e di MIC.

Tale valutazione è stata svolta esclusivamente dagli Amministratori delle Società.

### **4. DOCUMENTAZIONE UTILIZZATA**

Nello svolgimento del nostro incarico abbiamo ottenuto direttamente dalle Società i documenti e le informazioni ritenute utili nella fattispecie.

Abbiamo analizzato la documentazione ricevuta, ed in particolare:



- (i) il Progetto di Fusione e le Relazioni degli Amministratori di VEI Log e di MIC, approvati rispettivamente dall'Amministratore Unico e dal Consiglio di Amministrazione in data 25 luglio 2017;
- (ii) il documento "*Fusione di MID Industry Capital in VEI Log: presentazione a supporto della determinazione del valore di concambio*", presentato in occasione del Consiglio di Amministrazione di MIC del 25 luglio 2017;
- (iii) i dettagli di calcolo, i dati e le informazioni ottenuti dagli Amministratori e da questi utilizzati per la determinazione del Rapporto di Cambio;
- (iv) i verbali del Consiglio di Amministrazione di MIC in data 22 giugno 2017 e 25 luglio 2017 e la determina dell'Amministratore Unico di VEI Log in data 25 luglio 2017;
- (v) atto costitutivo e Statuto di VEI Log del 19 giugno 2017 (statuto vigente e post Fusione)
- (vi) atto costitutivo e Statuto di MIC;
- (vii) media aritmetica del prezzo di chiusura del titolo MIC in vari orizzonti temporali;
- (viii) il bilancio di MIC relativo all'esercizio al 31 dicembre 2016, completo del verbale di approvazione dell'Assemblea, della relazione del Collegio Sindacale e della società di revisione Deloitte & Touche S.p.A., nonché il bilancio consolidato del Gruppo alla stessa data;
- (ix) il bilancio al 31 dicembre 2016 di Mar-Ter Spedizioni S.p.A., corredato dal verbale di approvazione dell'Assemblea, della relazione del Collegio Sindacale e della società di revisione Deloitte & Touche S.p.A., nonché il bilancio consolidato del Gruppo Mar-Ter Spedizioni S.p.A. alla stessa data;
- (x) il bilancio al 31 dicembre 2016 di Neri S.r.l., corredato dal verbale di approvazione dell'Assemblea, della relazione del Collegio Sindacale e della società di revisione Deloitte & Touche S.p.A.;
- (xi) il bilancio al 31 dicembre 2016 di Res Immobiliare S.p.A. corredato dal verbale di approvazione dell'Assemblea e dalla relazione del Collegio Sindacale;
- (xii) il bilancio al 31 dicembre 2016 della Top Ship Liaison S.r.l. ("TSL") corredato dal verbale di approvazione dell'Assemblea;
- (xiii) il *business plan* del Gruppo Mar-Ter - Neri riferito al periodo 2017-2020 (il "*Business Plan*");
- (xiv) la documentazione e le informazioni rese disponibili dal revisore legale di MIC, Mar-Ter e Neri e riferite all'attività di revisione svolta sui bilanci al 31 dicembre 2016;
- (xv) il Resoconto Intermedio di Gestione di MIC al 31 marzo 2017;
- (xvi) la "*Relazione e Situazione Patrimoniale Economica al 30/06/2017*" di VEI Log;
- (xvii) il bilancio di verifica al 30 giugno 2017 di VEI Log ed estratto conto bancario alla stessa data;
- (xviii) la procedura per le operazioni con parti correlate di MIC;
- (xix) il "*Documento informativo relativo ad operazioni di maggiore rilevanza con parti correlate*", con allegato il parere del Comitato OPC di MIC;
- (xx) i comunicati stampa di MIC relativi all'operazione;
- (xxi) la richiesta di *Waiver* e lettera di consenso delle banche finanziatrici di MIC;
- (xxii) le ulteriori informazioni contabili, extracontabili e gestionali ritenute necessarie per l'espletamento del nostro incarico.

Le Società partecipanti alla Fusione, ai fini della predisposizione della relazione ai sensi dell'art. 2501-*sexies* del Codice Civile, hanno messo anticipatamente a nostra disposizione la documentazione di cui sopra, anche in versione di bozza, ed in particolare i documenti e le risultanze concernenti la determinazione del Rapporto di Cambio.

Abbiamo infine ottenuto dagli Amministratori delle Società attestazione che, per quanto a loro conoscenza, non sono intervenute modifiche significative ai dati ed alle informazioni presi in considerazione nello svolgimento delle nostre analisi, né si sono

*mf*

verificati eventi tali da modificare le valutazioni espresse dagli Amministratori delle Società per la determinazione del Rapporto di Cambio.

## **5. METODI DI VALUTAZIONE ADOTTATI DAGLI AMMINISTRATORI PER LA DETERMINAZIONE DEL RAPPORTO DI CAMBIO**

### **5.1 Premessa**

Gli Amministratori di VEI Log e di MIC riferiscono di essere giunti alla determinazione del Rapporto di Cambio sulla base di un'analisi, condotta utilizzando diversi criteri di valutazione, volta a valorizzare il capitale economico delle Società e, sulla base del valore unitario per azione di MIC e di VEI Log, calcolare un rapporto di proporzionalità tra il numero delle azioni di MIC detenute dai soci di MIC alla data di efficacia della Fusione e il numero delle azioni di nuova emissione di VEI Log destinate ad essere assegnate in concambio ai soci di MIC.

In questo contesto, l'obiettivo che gli Amministratori riferiscono di avere perseguito è quello di definire valori confrontabili, in relazione alla redditività, alla struttura del capitale e alle dinamiche finanziarie, delle Società, su base *stand-alone*, al fine di giungere alla fissazione di un intervallo di congruità ragionevole.

A titolo di premessa, occorre rilevare che VEI Log è una società costituita il 19 giugno 2017 con Patrimonio Netto di Euro 100.000 e n. 100.000 azioni interamente detenute dal socio di maggioranza di MIC, VEI Capital. Gli Amministratori affermano che, ai fini della determinazione del valore ai fini del concambio, il valore del capitale della Società Incorporante è stato considerato pari al proprio capitale sociale (Euro 100.000), con un valore per azione pari pertanto a Euro 1,00.

Con riferimento invece alla valutazione di MIC, gli Amministratori evidenziano di avere preso a riferimento i 4 principali elementi che compongono la consistenza patrimoniale netta di MIC, ovvero:

- 1) la partecipazione detenuta da MIC in Mar-Ter;
- 2) il finanziamento soci di MIC in Mar-Ter;
- 3) il c.d. Sconto Holding, che identifica il sostanziale squilibrio finanziario che MIC, per la sua natura di *holding*, deve sostenere;
- 4) le Altre Attività Nette dello Stato Patrimoniale, rappresentate prevalentemente dalla cassa netta e dal valore dell'*Escrow account*.

Ad eccezione delle Altre Attività Nette, considerate a valori contabili ove applicabile, le altre componenti sono state determinate dagli Amministratori, esplicitamente o implicitamente, attraverso l'utilizzo di 3 differenti metodologie valutative comunemente utilizzate, e più precisamente il metodo del *Discounted Cash Flow* ("DCF"), il metodo della capitalizzazione media di mercato ed il metodo dei Multipli di Mercato delle società comparabili.

Ai fini di controllo, gli Amministratori hanno altresì confrontato le risultanze degli esercizi valutativi sopra richiamati con i valori medi patrimoniali delle principali *holding* quotate italiane, finanziarie e industriali.

Nelle Relazioni si legge inoltre che, per la sua stessa natura, il lavoro di valutazione non è rappresentativo di pura applicazione di metodi e formule, ma il risultato di un complesso processo di analisi e stima che in molti casi ha coinvolto elementi di soggettività. Non è pertanto stato determinato un singolo valore indiscutibile bensì un ambito di ragionevolezza.

## 5.2. Metodo del “*Discounted Cash Flow*” - DCF utilizzato per la valutazione di MIC

Gli Amministratori riferiscono che il metodo del *Discounted Cash Flow* determina il valore di un'azienda in misura pari al valore attuale dei flussi di cassa che l'azienda stessa dovrebbe generare in futuro. Tale metodo apprezza quindi la capacità dell'azienda di generare flussi di cassa e quindi valore anche per gli azionisti, alla luce delle prospettive di sviluppo nel breve e nel lungo termine.

Il metodo DCF fornisce una stima del valore d'azienda quale somma dei flussi di cassa operativi futuri, attualizzati al costo medio ponderato del capitale proprio e di terzi. L'analisi si fonda quindi sull'ipotesi che le aziende raggiungano i risultati delle proiezioni in base a ciascun piano aziendale.

A tal fine, per la determinazione dei flussi di cassa sono stati utilizzati i dati rinvenuti dal *Business Plan* per il periodo 2017-2020 di Mar-Ter e delle sue partecipate approvato dai rispettivi consigli di amministrazione. Il flusso di cassa “perpetuo” è stato determinato sulla base del dato previsionale 2020.

Nelle Relazioni viene sottolineato che i flussi futuri nel periodo esplicito del piano e il flusso perpetuo sono stati scontati al costo del capitale. Il tasso di sconto dei flussi di cassa utilizzato dagli Amministratori è pari al costo del capitale di rischio dell'investimento impiegato per la valorizzazione di Mar-ter *stand alone* che, nell'esercizio di *impairment test* sul bilancio 2016, è stato stimato in misura pari al 9%, tenendo in considerazione il valore mediano del rischio sistemico di un *panel* di società quotate comparabili.

Dalle Relazioni emerge inoltre che lo Sconto Holding è stato determinato applicando i medesimi parametri a una stima dei flussi netti di assorbimento di cassa della Società Incorporanda calcolati sulla base dell'attuale struttura di costo, ordinaria e straordinaria, e dei possibili benefici rinvenuti dal *delisting* di MIC.

Alla stima del valore della partecipazione detenuta da MIC in Mar-Ter è stato dunque sommato dagli Amministratori: (i) il valore del finanziamento soci di MIC in Mar-ter; (ii) le Altre Attività Nette dello Stato Patrimoniale; (iii) il valore dello Sconto Holding determinato secondo la metodologia precedentemente descritta.

I risultati così ottenuti sono stati sottoposti dagli Amministratori ad opportune *sensivities* sui principali parametri valutativi. In particolare, è stato analizzato più dettagliatamente il valore per azione di MIC al variare del WACC tra l'8% e il 10%: i relativi risultati hanno così determinato gli estremi minimo e massimo del *range* di concambio indicati al successivo par. 6.1.

## 5.3 Metodo della capitalizzazione media di mercato utilizzato per la valutazione di MIC

Gli Amministratori riferiscono che il metodo della capitalizzazione di mercato prende in considerazione i prezzi di borsa delle azioni della società *target* per un determinato periodo di tempo in maniera da poter determinare, partendo dal *price per share*, la capitalizzazione e conseguentemente il valore complessivo dell'azienda.

Gli Amministratori sottolineano di avere rilevato al 22 giugno 2017 (data dell'annuncio al mercato dell'operazione) le quotazioni medie del titolo MIC per i seguenti intervalli:

1. media dei valori azionari di chiusura degli ultimi 6 mesi del titolo MIC alla borsa valori di Milano (segmento MIV professionale) - Euro 4,00 per azione;

2. media dei valori azionari di chiusura del titolo MIC alla borsa valori di Milano dal 24 febbraio 2016 (data del passaggio dal segmento retail a quello professionale) alla data di rilevamento - Euro 4,28 per azione;
3. media dei valori azionari di chiusura del titolo MIC alla borsa valori di Milano degli ultimi 6 mesi di contrattazione nel segmento MIV retail – Euro 4,77 per azione.

Secondo gli Amministratori, tali valori, esprimendo direttamente una valutazione netta dell'*equity* di MIC, incorporano implicitamente la valorizzazione di tutte le sue componenti (i.e. partecipazioni, crediti, altri attivi netti e sconti holding).

Gli Amministratori affermano dunque di avere stimato il valore del concambio azionario derivante dalla fusione tra MIC e VEI Log utilizzando le medie individuate nei diversi orizzonti temporali di andamento dei corsi azionari.

#### **5.4 Metodo dei multipli di mercato utilizzato per la valutazione di MIC**

Secondo quanto riferito nelle Relazioni, il metodo di multipli di mercato si basa sull'ipotesi che aziende quotate comparabili a MIC, in termini di posizionamento di mercato, dimensioni, strutture di capitale e aspettative di crescita, possano esprimere coefficienti (come ad esempio EV/EBITDA) utilizzabili per valorizzare la stessa azienda target.

Gli Amministratori nelle loro Relazioni riferiscono di avere, a tal fine, individuato aziende attive nella gestione di porti e terminali marittimi con specializzazione in servizi di movimentazione, stoccaggio e logistica. Il *panel* di *peers* corrisponde al medesimo gruppo utilizzato per le valutazioni dei parametri alla base della determinazione del tasso di sconto utilizzato nella predetta metodologia del DCF.

Gli Amministratori segnalano di avere considerato il multiplo EV/EBITDA, vale a dire quello maggiormente utilizzato dal mercato, in quanto può essere considerato una *proxy* del *cash flow* operativo (ante capex) e non risente in maniera evidente delle diverse politiche contabili.

I valori finali di EV/EBITDA sono stati poi scontati per tenere conto della differenza di liquidità, di dimensione e di marginalità dei *peers* rispetto al gruppo MIC/Mar-Ter. È stato poi applicato uno sconto tra il 10% e il 20% anche considerando il premio derivante dalla quota di maggioranza.

Nelle Relazioni è infine riportato che, per poter stimare in maniera coerente l'*equity value* di MIC, i principali indicatori consolidati (EBITDA e Posizione Finanziaria Netta) sono stati opportunamente pro-formati/rettificati per tenere conto di possibili fattori distorsivi della comparazione (normalizzazione di costi non ricorrenti, operazioni straordinarie, opportunità di *delisting*).

Gli Amministratori hanno quindi rettificato il valore economico così ottenuto per effetto del valore delle Altre Attività Nette di MIC, eccedenti il valore della cassa già considerato nel computo della Posizione Finanziaria Netta consolidata, considerati come *surplus asset*.

#### **5.5 Metodo di controllo utilizzato per la valutazione di MIC: rapporto tra *market capitalization* e patrimonio netto**

Gli Amministratori hanno altresì proceduto, con finalità di controllo, a calcolare il rapporto tra il valore della *market capitalization* e del patrimonio netto delle *holding* di partecipazioni quotate italiane. Questo metodo di mercato è stato utilizzato dagli Amministratori per confrontare i risultati del *panel* individuato con il medesimo rapporto espresso da MIC.

Pertanto sono state individuate dagli Amministratori, attraverso la piattaforma Bloomberg, *holding* di partecipazioni italiane quotate alla borsa di Milano e sono stati selezionati 25 *peers* che a loro volta sono stati suddivisi in due gruppi, "*Holding o Private Equity Finanziari*" e "*Holding o Fondi Industriali*". Sono stati calcolati i singoli rapporti tra *market capitalization* e patrimonio netto, la mediana totale e la mediana dei

due sotto-gruppi inserendo MIC in entrambi per non creare incoerenze. Per individuare i valori di controllo del concambio finale, gli Amministratori hanno quindi proceduto a moltiplicare il valore azionario a libro di MIC, pari a Euro 8 per azione, per le 3 mediane identificate.

## 6. DIFFICOLTÀ DI VALUTAZIONE INCONTRATE DAGLI AMMINISTRATORI

Gli Amministratori non evidenziano specifiche difficoltà incontrate nell'applicazione della metodologia di valutazione prescelte e nella determinazione del Rapporto di Cambio.

## 7. RISULTATI EMERSI DALLA VALUTAZIONE EFFETTUATA DAGLI AMMINISTRATORI

### 7.1 Determinazione del valore unitario delle azioni MIC

Sulla base dei criteri indicati ai precedenti punti 5.2, 5.3 e 5.4, per ogni metodologia valutativa gli Amministratori riferiscono di avere eseguito degli esercizi di *sensitivity* sulle principali variabili e assunzioni che hanno portato a determinare un *range* di valori variabili tra due estremi e un valore mediano.

La sintesi dei risultati ottenuti con le tre metodologie descritte è la seguente:

Metodo	Minimo	Mediano	Massimo
DCF	4,77	5,93	7,41
Capitalizzazione media di mercato	4,00	4,28	4,77
Multipli di mercato	4,09	4,75	5,41

Dopo aver verificato che gli intervalli di valore ottenuti, in rapporto al patrimonio netto contabile della Società Incorporanda, fossero sostanzialmente coerenti anche con il rapporto Price/Book Value delle principali *holding* industriali e finanziarie italiane (cfr. *supra*, par. 5.5.), gli Amministratori hanno deciso di attribuire all'azione di MIC un valore pari alla media dei valori mediani risultanti da ciascuna delle predette metodologie, e dunque pari a Euro 5.

### 7.2 Determinazione del Rapporto di Cambio

Sulla base delle metodologie descritte, in data 25 luglio 2017 l'Amministratore Unico di VEI Log e il Consiglio di Amministrazione di MIC hanno approvato il seguente Rapporto di Cambio tra le azioni di VEI Log e MIC:

**n. 5 azioni di VEI Log di nuova emissione  
per ogni azione di MIC.**

Non sono previsti conguagli in denaro.

## 8. LAVORO SVOLTO

Con riferimento alle procedure svolte in relazione alla documentazione utilizzata, abbiamo:

- effettuato colloqui con le Direzioni delle Società e con la società di revisione di MIC, al fine di comprendere i principi contabili utilizzati nella predisposizione del bilancio chiuso al 31 dicembre 2016 ed i fatti salienti concernenti la redazione

dello stesso. Il sopradescritto lavoro è stato svolto nella misura necessaria per il raggiungimento delle finalità dell'incarico conferitoci, indicate nel precedente paragrafo 1;

- ottenuto informazioni da parte della società di revisione Deloitte & Touche S.p.A. circa l'attività di revisione contabile da questa svolta sui bilanci di esercizio e consolidato al 31 dicembre 2016 di MIC;
- svolto una lettura critica:
  - i) del Progetto di Fusione, al fine di verificare la struttura generale della Fusione;
  - ii) delle Relazioni e, in particolare, dei metodi di valutazione adottati dagli Amministratori al fine di riscontrarne l'adeguatezza, nelle circostanze, sotto il profilo di ragionevolezza e non arbitrarietà;
- discusso con la Direzione di MIC, ferme restando le incertezze e i limiti connessi ad ogni tipo di elaborazione previsionale, i criteri utilizzati per la redazione del *Business Plan*;
- discusso con la Direzione della Società Incorporanda il procedimento utilizzato per la stima del capitale economico di MIC determinato dagli Amministratori mediante l'applicazione dei metodi del DCF, della capitalizzazione media di mercato e dei multipli di mercato;
- preso visione del provvedimento del Tribunale di Milano di nomina di PKF Italia S.p.A. in qualità di esperto comune ai sensi dell'art. 2501 - *sexies* del Codice Civile;
- esaminato i verbali dei Consigli di Amministrazione di VEI Log e di MIC relativi all'operazione;
- esaminato, per le sole finalità di cui al presente lavoro, gli statuti di VEI Log e di MIC, nonché lo statuto post-Fusione;
- svolto un esame critico dei metodi di valutazione adottati dagli Amministratori, raccogliendo elementi utili per accertare che tali metodi fossero tecnicamente idonei, nelle specifiche circostanze, a determinare il Rapporto di Cambio;
- verificato la completezza e non contraddittorietà delle motivazioni adottate dagli Amministratori in ordine ai metodi valutativi adottati ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio;
- esaminate criticamente le analisi di sensitività nell'ambito dei metodi di valutazione adottati dagli Amministratori per la stima del valore di MIC, al fine di analizzare quanto il Rapporto di Cambio sia influenzabile da variazioni nelle ipotesi e nei parametri ritenuti significativi;
- verificato la coerenza dei dati utilizzati rispetto alle fonti di riferimento e alla documentazione utilizzata, descritta nel precedente paragrafo 4;
- verificato la correttezza aritmetica del calcolo del Rapporto di Cambio;
- esaminato i comunicati stampa resi al mercato da MIC nell'ambito della Fusione;
- raccolto, attraverso colloqui con le Direzioni delle Società, informazioni circa gli eventi verificatisi dopo la data di riferimento delle situazioni patrimoniali al 31

dicembre 2016, in ordine a eventuali fatti o circostanze che possano avere un effetto significativo sui dati e sulle informazioni prese in considerazione nello svolgimento delle nostre analisi, nonché sulla determinazione del Rapporto di Cambio;

- ricevuto formale attestazione dei legali rappresentanti delle Società sugli elementi di valutazione messi a disposizione e sul fatto che, per quanto a loro conoscenza, alla data del nostro parere, non sussistono modifiche significative da apportare ai dati di riferimento dell'operazione e agli altri elementi presi in considerazione, tali da influenzare il Rapporto di Cambio.

#### **9. COMMENTI SULL'ADEGUATEZZA DEI METODI DI VALUTAZIONE UTILIZZATI DAGLI AMMINISTRATORI PER LA DETERMINAZIONE DEL RAPPORTO DI CAMBIO**

Per un migliore apprezzamento dei valori emersi, si precisa preliminarmente che la finalità principale del procedimento decisionale degli Amministratori consiste in una stima dei valori relativi delle singole Società ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio. Nelle valutazioni per operazioni di fusione, infatti, e per quanto applicabile nelle specifiche circostanze, la finalità ultima non è tanto la determinazione dei valori assoluti del capitale economico 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 nel loro profilo relativo e non possono essere assunte per finalità diverse.

Gli Amministratori nelle rispettive Relazioni illustrano l'operazione di Fusione e descrivono sinteticamente le scelte metodologiche dagli stessi effettuate ed il processo logico seguito ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio.

Tanto premesso, esprimiamo le nostre considerazioni sull'adeguatezza, in termini di ragionevolezza e non arbitrarietà, dei metodi di valutazione adottati dagli Amministratori per la determinazione del Rapporto di Cambio, nonché sulla loro corretta applicazione.

- L'approccio metodologico complessivamente adottato dagli Amministratori risulta in linea con la prassi valutativa e la tecnica professionale prevalente. La valutazione del capitale economico di VEI Log e di MIC è stata effettuata dagli Amministratori per le finalità specifiche dell'operazione in esame, utilizzando metodi comunemente accettati e largamente condivisi dalla prassi professionale.
- Nell'applicazione delle metodologie valutative prescelte, gli Amministratori hanno opportunamente considerato le caratteristiche ed i limiti impliciti in ciascuna di esse, sulla base della tecnica valutativa professionale, nazionale ed internazionale, normalmente seguita.
- Le valutazioni sono state svolte dagli Amministratori su base *stand alone*, vale a dire a prescindere da considerazioni inerenti agli effetti e alle sinergie che la Fusione potrebbe avere in futuro sull'entità risultante dall'operazione. Tale scelta risulta ragionevole ed appare in linea con l'orientamento consolidato della migliore dottrina aziendalistica e con la prassi costante di tale tipologia di operazioni.
- VEI Log, società appena costituita da VEI Capital, è stata valutata dagli Amministratori sulla base del suo capitale e patrimonio netto, pari a Euro 100.000. Il ricorso al metodo patrimoniale appare idoneo ad esprimere il valore economico di aziende prive di attività produttive quale è VEI Log, in quanto la Società Incorporante si caratterizza per l'assenza di *business* aziendale. Alla luce di tali

considerazioni, tale scelta appare nelle circostanze ragionevole e risulta confermata anche dalla prassi riscontrabile sul mercato in operazioni similari.

- MIC è stata valutata ricorrendo a una pluralità di metodi, secondo un approccio ampiamente condiviso nella prassi in quanto consente di sottoporre a verifica i valori relativi stimati per ogni società. In particolare, l'adozione da parte degli Amministratori di una pluralità di metodologie ha consentito loro di conseguire una considerevole copertura di analisi, che ha portato all'individuazione di *range* di rapporti di cambio.
- I metodi adottati dagli Amministratori per la valutazione di MIC sono comunemente accettati ed utilizzati, sia a livello nazionale che internazionale. Nell'applicazione delle metodologie valutative prescelte, gli Amministratori hanno opportunamente considerato le caratteristiche ed i limiti impliciti in ciascuna di esse, sulla base della tecnica valutativa professionale, nazionale ed internazionale, normalmente seguita.
- Come sinteticamente riportato al par. 5 che precede, la Società Incorporata è stata valutata dagli Amministratori ricorrendo a tre metodi, il *Discounted Cash Flow* (DCF), il metodo della capitalizzazione media di mercato e il metodo dei moltiplicatori di mercato, ai quali è stata attribuita eguale rilevanza, secondo un approccio che appare ragionevole. Inoltre, per verificare il risultato degli esercizi valutativi sull'*equity* di MIC e con finalità di controllo, gli Amministratori hanno proceduto a calcolare il rapporto tra il valore della *market capitalization* e del patrimonio netto delle *holding* di partecipazioni quotate italiane. Le metodologie di tipo finanziario e di mercato cui gli Amministratori hanno fatto ricorso risultano, ad oggi, quelle più diffusamente applicate in considerazione della solidità e coerenza dei principi teorici di base. A tale proposito, nelle Relazioni degli Amministratori non viene analiticamente descritto il procedimento valutativo svolto dagli Amministratori e le motivazioni sottostanti le scelte effettuate per l'individuazione dei differenti parametri. Tali elementi e dettagli sono stati comunque messi a nostra disposizione, com'è prassi, dagli Amministratori nella documentazione complessivamente da noi richiesta e utilizzata nel corso dello svolgimento del lavoro, indicata al precedente paragrafo 4. Le scelte effettuate dagli Amministratori al riguardo, ancorché non esplicitate, come sarebbe stato più opportuno, all'interno delle rispettive Relazioni, risultano ragionevoli e non arbitrarie.
- Il metodo DCF utilizzato per la valutazione di MIC risulta di ampio utilizzo nella prassi aziendalistica internazionale e rientra tra i metodi finanziari, che consentono di apprezzare il valore di una società sulla base della sua capacità di generazione di flussi di cassa alla luce dei piani di sviluppo e delle caratteristiche intrinseche della stessa. La scelta di utilizzare, quale metodo finanziario, il metodo del DCF è nella fattispecie ragionevole, in quanto consente di valorizzare i flussi monetari netti della gestione caratteristica, al fine di esprimere il valore dell'azienda in relazione ai flussi monetari generati prevalentemente dalle scelte gestionali. Gli Amministratori della Società hanno sviluppato, quale analisi di sensitività volte a verificare eventuali variazioni dei valori ottenuti attraverso la metodologia DCF ed individuare un *range* di valorizzazione di MIC, scenari alternativi attraverso l'incremento (10%) e il decremento (8%) di un punto percentuale del WACC base utilizzato per lo sviluppo del metodo (9%). Anche sotto tale profilo, l'approccio metodologico adottato dagli Amministratori appare ragionevole e non arbitrario.
- Tenuto conto della natura dell'attività svolta da MIC, è stato applicato un cosiddetto "*holding discount*" o "*sconto holding*", definito sulla base dell'attualizzazione dei flussi netti di assorbimento di cassa della Società Incorporanda calcolati sulla base dell'attuale struttura di costo. Tale passaggio valutativo, i cui dettagli di calcolo non

sono peraltro esplicitati nell'ambito delle Relazioni, risulta comunemente applicato nella prassi ed è coerente con le indicazioni della dottrina nel caso di *holding* di partecipazioni. Le verifiche da noi svolte sulla base della documentazione messa a nostra disposizione, di cui al precedente paragrafo 4, confermano altresì la ragionevolezza e non arbitrarietà delle modalità di calcolo dell'*holding discount* da parte degli Amministratori.

- Il riferimento alla metodologia della capitalizzazione di Borsa individuato dagli Amministratori è comunemente accettato ed utilizzato sia a livello nazionale che internazionale ed è in linea con il costante comportamento della prassi professionale, trattandosi di società con azioni quotate in mercati regolamentati quale è MIC. In effetti il criterio delle quotazioni di borsa, che determina il valore di una società sulla base della capitalizzazione dei relativi titoli negoziati sui mercati regolamentati, rappresenta un parametro normalmente utilizzato per la valutazione di società quotate e comunemente accettato sia a livello nazionale che internazionale. Nell'applicazione nel caso di specie del metodo di borsa sono stati utilizzati dagli Amministratori valori rilevati su intervalli temporali di diversa ampiezza.
- In particolare, gli Amministratori hanno preso in considerazione le medie dei prezzi di borsa del titolo MIC rilevate nei 6 mesi anteriori al 22 giugno 2017, data dell'annuncio al mercato dell'operazione, e al 24 febbraio 2016, data del passaggio di MIC dal segmento *retail* al segmento professionale del mercato MIV. Tali valori, rispettivamente pari a Euro 4,00 e a Euro 4,77, sono stati utilizzati quali estremi minimo e massimo del *range* individuato attraverso la metodologia in oggetto. Gli Amministratori hanno quindi calcolato anche la media dei prezzi di borsa rilevati nell'ampio arco temporale, di circa 16 mesi, intercorrente tra il passaggio di MIC al segmento professionale del mercato MIV (24 febbraio 2016) e l'annuncio al mercato della Fusione (22 giugno 2017), pari a Euro 4,28. Tale ultimo valore, mediano rispetto agli estremi del *range* come sopra individuati, è stato quindi utilizzato per calcolare la media delle risultanze delle metodologie principali ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio. Tenuto conto delle specifiche caratteristiche del titolo MIC, in particolare del ridotto flottante e dei limitati volumi di contrattazione, la scelta degli Amministratori di individuare medie temporali senz'altro ampie, in quanto ritenute idonee ad assorbire significative variazioni di prezzo del titolo nel breve periodo, appare nelle circostanze ragionevole e non arbitraria.
- La metodologia dei multipli di mercato deriva il valore di una società dalla valutazione attribuita dal mercato ad altre società aventi caratteristiche comparabili, determinando il rapporto tra il valore borsistico di società comparabili e talune grandezze finanziarie e applicando successivamente i multipli così determinati alle corrispondenti grandezze finanziarie della società oggetto di valutazione al fine di determinarne il valore. Il riferimento a tale metodologia, individuato dagli Amministratori per la valutazione di MIC, è comunemente accettato ed utilizzato sia a livello nazionale che internazionale ed è in linea con il costante comportamento della prassi professionale. Gli Amministratori hanno ritenuto di utilizzare il multiplo EV/EBITDA, in quanto ritenuto maggiormente significativo per la sua capacità di rappresentare una *proxy* del *cash flow* operativo. Le scelte metodologiche effettuate dagli Amministratori nello sviluppo ed applicazione di tale metodo valutativo, nonché nell'applicazione di sconti ai valori finali per tenere conto delle peculiarità del gruppo MIC/MarTer rispetto ai *comparables*, sulla base della documentazione di dettaglio fornitaci dalle Società, appaiono ragionevoli ed in linea con la migliore dottrina.

- Le analisi di sensitività da noi elaborate per valutare l'impatto di variazioni nelle differenti ipotesi valutative e nei parametri assunti nell'ambito delle metodologie adottate dagli Amministratori, nonché l'analisi dell'accuratezza, anche matematica, della loro applicazione, confermano la ragionevolezza e non arbitrarietà dei risultati raggiunti dagli Amministratori stessi.
- Il valore unitario dell'azione MIC è stato determinato in Euro 5, quale valore medio dei valori mediani individuati dagli Amministratori attraverso l'applicazione delle tre metodologie principali (rispettivamente Euro 5,93, Euro 4,28 e Euro 4,75). Detto valore risulta ricompreso nei *range* di valori rivenienti dalla metodologia DCF e dei multipli di mercato, nonché si colloca all'interno del *range* emergente dall'applicazione della metodologia di controllo. Il valore unitario di Euro 5 dell'azione MIC risulta viceversa collocarsi al di sopra dell'estremo superiore del *range* riveniente dall'applicazione dell'ulteriore metodologia principale della capitalizzazione media di borsa (Euro 4,00 – 4,77). La scelta degli Amministratori di posizionarsi comunque al di sopra di tale ultimo intervallo appare ragionevole, nelle specifiche circostanze, tenuto conto delle caratteristiche del titolo MIC più sopra commentate, oltre che in linea di principio più favorevole per la posizione degli azionisti di minoranza della Società Incorporanda.

#### **10. LIMITI SPECIFICI INCONTRATI DAL REVISORE ED EVENTUALI ALTRI ASPETTI DI RILIEVO EMERSI NELL'ESPLETAMENTO DEL PRESENTE INCARICO**

- (i) In merito alle principali limitazioni e criticità incontrate relativamente ai metodi valutativi utilizzati, si segnala quanto segue.
- Le valutazioni effettuate dagli Amministratori attraverso l'applicazione della metodologia DCF si fondano su previsioni economico-patrimoniali desunte dal *Business Plan*, peraltro, come ricordato dagli Amministratori, con un orizzonte temporale limitato al periodo 2017-2020. Deve essere sottolineato che i dati prospettici e le ipotesi utilizzate dagli Amministratori ai fini delle loro elaborazioni contengono, per loro natura, elementi di incertezza e sono soggetti a variazioni, anche significative, in caso di cambiamenti del contesto di mercato e dello scenario macroeconomico. Va inoltre tenuto presente che, a causa dell'aleatorietà connessa alla realizzazione di qualsiasi evento futuro, sia per quanto concerne il concretizzarsi dell'accadimento, sia per quanto riguarda la misura e la tempistica della sua manifestazione, lo scostamento fra i valori consuntivi ed i dati previsionali potrebbe essere significativo, anche qualora si manifestassero effettivamente gli eventi previsti nell'ambito delle assunzioni utilizzate.
- Le valutazioni basate su metodi che utilizzano parametri di mercato, come i metodi delle quotazioni di borsa e dei moltiplicatori di mercato, sono soggette all'andamento proprio dei mercati finanziari. In particolare, l'andamento dei mercati finanziari e delle borse, sia italiani che internazionali, ha recentemente evidenziato una tendenza a presentare oscillazioni rilevanti soprattutto in relazione all'incertezza del quadro economico generale. Ad influenzare l'andamento dei titoli possono anche intervenire pressioni speculative in un senso o nell'altro, del tutto slegate dalle prospettive economiche e finanziarie delle singole società. L'applicazione dei metodi di mercato può individuare, pertanto, valori tra loro differenti, in misura più o meno significativa, a seconda del momento in cui si effettui la valutazione.



- (ii) Si richiama, inoltre, l'attenzione sui seguenti aspetti.
- Gli Amministratori riferiscono che la Fusione costituisce per MIC un'operazione di maggiore rilevanza con parti correlate ai sensi del Regolamento adottato da Consob con delibera n. 17221 del 12 marzo 2010 ("Regolamento OPC") e della procedura OPC implementata dalla Società Incorporanda. Pertanto, il Consiglio di Amministrazione di MIC ha approvato il Progetto di Fusione previo motivato parere favorevole del Comitato OPC di MIC, datato 25 luglio 2017, in merito alla convenienza economica e alla correttezza, anche sostanziale, delle condizioni dell'operazione di Fusione. Sempre in data 25 luglio 2017, MIC ha provveduto a pubblicare il relativo "*Documento informativo relativo ad operazioni di maggiore rilevanza con parti correlate*" redatto ai sensi dell'art. 5 del Regolamento OPC, comprensivo del parere del Comitato OPC, richiamato al precedente paragrafo 4. Esulano ovviamente dall'oggetto della nostra attività e del nostro parere le considerazioni in ordine al relativo procedimento nonché alle determinazioni degli Amministratori con riferimento all'interesse di MIC all'effettuazione dell'operazione, oltre che alla convenienza e alla correttezza sostanziale dei relativi termini e condizioni, previste dal Regolamento OPC.
  - Esula inoltre dall'oggetto della nostra attività anche ogni considerazione in ordine alle determinazioni degli Amministratori circa la struttura dell'operazione, i relativi adempimenti, la tempistica, l'avvio e l'esecuzione dell'operazione stessa.
  - Dalle Relazioni emerge che il valore per azione di MIC individuato ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio, pari a Euro 5,00, diverge dal valore per azione della medesima MIC determinato dal Consiglio di Amministrazione della Società Incorporanda ai fini dell'esercizio del diritto di recesso, pari a Euro 4,00, così come descritto nelle Relazioni medesime. Il valore di liquidazione delle azioni ai fini dell'esercizio del diritto di recesso è stato determinato dal Consiglio di Amministrazione di MIC ai sensi dell'art. 2437-ter del Codice Civile, facendo esclusivo riferimento alla media dei prezzi di chiusura delle azioni nei sei mesi che hanno preceduto la pubblicazione dell'avviso di convocazione dell'Assemblea di MIC chiamata ad approvare la Fusione.
  - Il perfezionamento dell'operazione di Fusione è in ogni caso subordinato alla condizione che il numero delle azioni per le quali sarà esercitato il diritto di recesso e non oggetto di acquisto, o di impegno irrevocabile di acquisto, da parte dei soci o di terzi, ai sensi dell'art. 2437-*quater* del Codice Civile, non superi l'1% delle azioni emesse, salvo rinuncia da parte di MIC.
  - L'operazione di Fusione oggetto del presente parere è finalizzata, come rilevato dagli Amministratori nelle loro Relazioni, al *delisting* di MIC attraverso l'incorporazione della stessa in una società di nuova costituzione il cui capitale è interamente detenuto dallo stesso socio di controllo di MIC. In questo contesto, la struttura dell'operazione e la significativa differenza tra il valore della Società Incorporanda e quello della Società Incorporante sono tali da rendere in concreto comunque minimale l'effetto diluitivo per gli azionisti di minoranza di MIC, con sostanziale continuità degli attuali assetti azionari di MIC in VEI Log post Fusione, come evidenziato dagli Amministratori al par. 7 delle rispettive Relazioni.



## 11. CONCLUSIONI

Sulla base della documentazione esaminata e delle procedure sopra indicate, e tenuto conto della natura e portata del nostro lavoro, così come illustrate nella presente relazione, fermo restando quanto indicato nel precedente paragrafo 10, riteniamo che i metodi di valutazione adottati dagli Amministratori di VEI Log S.p.A. e di Mid Industry Capital S.p.A. siano adeguati, in quanto nelle circostanze ragionevoli e non arbitrari, e che gli stessi siano stati correttamente applicati ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio individuato nel Progetto di Fusione pari a n. 5 azioni di VEI Log S.p.A. di nuova emissione per ogni azione di Mid Industry Capital S.p.A..

Milano, 28 luglio 2017

PKF Italia S.p.A.



Michele Riva  
(Socio)