



**DOCUMENTO INFORMATIVO RELATIVO AD OPERAZIONE DI MAGGIORE RILEVANZA
CON PARTI CORRELATE**

redatto ai sensi dell'Articolo 5 e in conformità allo schema di cui all'Allegato 4 del Regolamento adottato da Consob con delibera n. 17221 del 12 marzo 2010, come successivamente modificato, nonché dell'articolo 5 della procedura per le operazioni con parti correlate approvata in data 8 novembre 2010 dal Consiglio di Amministrazione di TXT e-solutions S.p.A.

**CONTRATTO DI COMPRAVENDITA DEL 100% DEL CAPITALE SOCIALE DI
CHELEO S.R.L.**

Il presente documento informativo è stato messo a disposizione del pubblico in data 3 agosto 2018 presso la sede legale di TXT e-solutions S.p.A., sul sito internet della società (www.txtgroup.com) nonché presso il meccanismo di stoccaggio autorizzato delle informazioni regolamentate eMarket storage all'indirizzo www.emarketstorage.com.

INDICE

PREMESSA.....	5
1. AVVERTENZE	7
1.1 Rischi connessi ai potenziali conflitti di interesse derivanti dall'Operazione	7
2. INFORMAZIONI RELATIVE ALL'OPERAZIONE.....	8
2.1 Caratteristiche, modalità, termini e condizioni dell'Operazione	8
2.2 Parti correlate coinvolte nell'Operazione, natura della correlazione e natura e portata degli interessi di tali parti nell'Operazione	9
2.3 Motivazioni economiche e convenienza dell'Operazione	9
2.4 Modalità di determinazione del corrispettivo dell'Operazione e valutazioni circa la sua congruità rispetto ai valori di mercato di operazioni simili.....	10
2.5 Effetti economici, patrimoniali e finanziari dell'Operazione	11
2.6 Incidenza dell'Operazione sui compensi dei componenti dell'organo di amministrazione della Società e/o di società da questa controllate	11
2.7 Interessi dei componenti degli organi di amministrazione e di controllo, direttori generali e dirigenti dell'Emittente nell'Operazione	11
2.8 Iter di approvazione dell'Operazione	12
2.9 Applicabilità delle disposizioni di cui all'Articolo 5, comma 2, del Regolamento Consob OPC	13
ALLEGATI.....	13
<u>Allegato A</u> : Parere del Comitato rilasciato in data 25 luglio 2018	13
<u>Allegato B</u> : Parere di Congruità rilasciato dagli Esperti Professor Cesare Conti e Professor Marco Villani in data 20 luglio 2018.....	13

PRINCIPALI DEFINIZIONI

Arcadia	Significa Arcadia Information Technology Ltd..
Atto Notarile di Cessione di Quote	Significa l'atto notarile di cessione delle quote rappresentative, complessivamente, del 51% del capitale sociale di Cheleo, sottoscritto in data 31 luglio 2018 tra TXT, da una parte, in qualità di acquirente, e Laserline, i Manager e Arcadia, dall'altra parte, in qualità di venditori.
Azioni TXT	Significa le azioni ordinarie proprie di TXT.
Cheleo	Significa Cheleo S.r.l..
Comitato Parti Correlate o il Comitato	Significa il Comitato per le Operazioni con Parti Correlate, organo composto da amministratori indipendenti di TXT e non correlati all'Operazione, deputato – ai sensi dell'Articolo 3, comma 2, della Procedura – a rilasciare un parere motivato non vincolante sull'interesse della Società al compimento di operazioni con parti correlate, nonché sulla convenienza e correttezza sostanziale delle relative condizioni.
Contratto di Compravendita	Significa il contratto di compravendita di quote che disciplina i termini e le condizioni dell'Operazione, sottoscritto in data 31 luglio 2018 tra TXT, da una parte, in qualità di acquirente, e Laserline, i Manager e Arcadia, dall'altra parte, in qualità di venditori.
Contratto di Opzione	Significa il contratto di opzione di acquisto e vendita avente ad oggetto la Quota Laserline Residua, esercitabile nel periodo di tempo compreso tra il 1 gennaio 2019 e il 31 gennaio 2019.
Esperti	Significa il Professor Cesare Conti, Professore associato di finanza aziendale nell'Università Bocconi, <i>managing partner</i> di Conti & Partners – Corporate Finance Advisors, iscritto all'Albo dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili di Milano, e il Professor Marco Villani, Professore a contratto di valutazione delle aziende nell'Università Bocconi, partner dello Studio Prof. Luigi Guatri, iscritto all'Albo dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili di Milano.
Laserline	Significa Laserline S.p.A..
Manager	Significa Bruno Roma, Nicoletta Ider, Flavio Minari.
Operazione	Significa la cessione a favore di TXT da parte dei soci di Cheleo – Laserline, i Manager e Arcadia – del 100% del capitale sociale di Cheleo.

Parere di Congruità	Significa il parere sulla congruità del Prezzo Base rilasciato dagli Esperti Prof. Cesare Conti e del Prof. Marco Villani.
Prezzo Base	Significa Euro 10.000.000,00.
Prezzo Definitivo	Significa il Prezzo Base come eventualmente aggiustato solo in diminuzione, secondo un meccanismo di revisione del corrispettivo "euro per euro", qualora l'attivo di cassa di Cheleo dovesse risultare di importo inferiore alla citata soglia di Euro 2 milioni.
Prezzo Earn Out	Significa l'eventuale ulteriore importo che potrebbe essere dovuto a ciascun Manager a titolo di <i>earn-out</i> , legato all'EBITDA di Cheleo nell'esercizio 2019.
Primo Closing	Significa il perfezionamento in data 31 luglio 2018, e quindi nella medesima data di sottoscrizione del Contratto di Compravendita, delle attività necessarie per il completamento dell'Operazione.
Procedura Parti Correlate o Procedura	Significa la procedura per le operazioni con parti correlate approvata in data 8 novembre 2010 dal Consiglio di Amministrazione della Società.
Quote	Significa le quote detenute dai soci di Cheleo complessivamente rappresentative del 100% del capitale sociale della stessa.
Quota Laserline Residua	Significa la quota rappresentativa del 49% del capitale sociale di Cheleo detenuta da Laserline.
Regolamento Consob OPC	Significa il Regolamento adottato da Consob con delibera n. 17221/2010, come successivamente modificato (" <i>Regolamento recante disposizioni in materia di operazioni con parti correlate</i> ").
TXT o la Società	Significa TXT e-solutions S.p.A..

PREMESSA

Il presente documento informativo (il **Documento Informativo**) è stato predisposto da TXT e-solutions S.p.A. (**TXT** o la **Società**) ai sensi dell'Articolo 5 e in conformità allo schema di cui all'Allegato 4 al Regolamento Consob n. 17221/2010 ("*Regolamento recante disposizioni in materia di operazioni con parti correlate*", il **Regolamento Consob OPC**), nonché ai sensi dell'Articolo 5 della procedura per le operazioni con parti correlate approvata in data 8 novembre 2010 dal Consiglio di Amministrazione della Società (la **Procedura Parti Correlate** o la **Procedura**).

Il presente Documento Informativo è stato predisposto con riferimento all'operazione (l'**Operazione**) avente ad oggetto la cessione da parte dei soci di Cheleo - Laserline S.p.A. (**Laserline**), Bruno Roma, Nicoletta Ider, Flavio Minari (i **Manager**) e Arcadia Information Technology Ltd. (**Arcadia**) – a favore di TXT del 100% del capitale sociale (le **Quote**) di Cheleo S.r.l. (**Cheleo**). In particolare, sulla base di quanto previsto dal contratto di compravendita che disciplina i termini e le condizioni Operazione (il **Contratto di Compravendita**), sottoscritto in data 31 luglio 2018, l'acquisto dell'intero capitale sociale di Cheleo da parte di TXT è regolato come segue.

Alla data del primo *closing* dell'Operazione (il **Primo Closing**), che è avvenuto il 31 luglio 2018, contestualmente alla sottoscrizione del Contratto di Compravendita e dell'atto notarile di compravendita delle quote di Cheleo rappresentative, complessivamente, del 51% del capitale sociale di tale società (l'**Atto Notarile di Cessione di Quote**):

- Laserline ha trasferito alla Società una quota rappresentativa dell'11% del capitale sociale di Cheleo; e
- i Manager e Arcadia hanno trasferito, complessivamente, quote rappresentative del 40% del capitale sociale di Cheleo.

Sempre alla data del Primo Closing, inoltre, TXT e Laserline hanno stipulato un contratto di opzione di acquisto e vendita (il **Contratto di Opzione**) avente ad oggetto quote rappresentative del 49% del capitale sociale di Cheleo (la **Quota Laserline Residua**). In particolare, ai sensi del Contratto di Opzione è previsto che nel periodo di tempo compreso tra il 1 gennaio ed il 31 gennaio 2019: (a) TXT abbia il diritto di acquistare da Laserline la Quota Laserline Residua, che Laserline sarà obbligata a vendere a TXT qualora quest'ultima eserciti l'opzione; e (b) Laserline abbia il diritto di vendere a TXT la Quota Laserline Residua, che TXT sarà obbligata ad acquistare da Laserline qualora quest'ultima eserciti l'opzione.

Il corrispettivo per l'acquisto del 100% del capitale sociale di Cheleo è stato convenuto dalle parti in Euro 10 milioni, comprendenti non meno di Euro 2 milioni di cassa (PFN), come meglio specificato al paragrafo 2.1 che segue. In data 31 luglio 2018 Laserline ha quindi ricevuto la propria quota parte di corrispettivo, pari ad Euro 1,1 milioni, in contanti, a fronte della cessione della quota rappresentativa dell'11% del capitale sociale di Cheleo, mentre i Manager e Arcadia hanno ricevuto, pro-quota, la propria parte di corrispettivo, pari ad Euro 4 milioni, in azioni proprie TXT (per complessive n. 354.204 azioni proprie, le **Azioni TXT**), a fronte della cessione delle quote rappresentative del 40% del capitale sociale di Cheleo. La restante quota parte del corrispettivo (Euro 4,9 milioni) sarà corrisposta interamente in contanti a Laserline alla data di perfezionamento della compravendita della Quota Laserline Residua.

La sottoscrizione del Contratto di Compravendita è stata approvata dal Consiglio di Amministrazione di TXT in data 25 luglio 2018 previo rilascio, in pari data, da parte del Comitato Parti Correlate, ai sensi dell'Articolo 8, comma 1, del Regolamento Consob e dell'Articolo 3, comma 2, della Procedura Parti Correlate, di un parere motivato non vincolante sull'interesse della Società al compimento dell'Operazione, nonché sulla convenienza e correttezza sostanziale delle relative condizioni (come *infra* meglio precisato). Detto parere è accluso *sub Allegato A* al presente Documento Informativo.

Come meglio specificato nei successivi paragrafi del presente Documento Informativo, l'Operazione costituisce infatti un'operazione con parti correlate in quanto il socio di maggioranza di Cheleo, Laserline, è socio di maggioranza relativa di TXT (detenendone una

partecipazione pari a circa il 25,62% del capitale sociale della stessa) e il controllo di Laserline fa capo al Sig. Enrico Magni, Amministratore Delegato di TXT.

L'Operazione si configura, inoltre, quale operazione di "maggiore rilevanza" tra parti correlate ai sensi di quanto prescritto dall'Articolo 8, comma 1, del Regolamento Consob OPC e dall'Articolo 2 della Procedura. Ai sensi di tale ultima disposizione, infatti, sono da intendersi "Operazioni Rilevanti con Parti Correlate", le operazioni eccedenti il minore tra l'importo di Euro 500.000,00 e il 5% di uno degli indici di rilevanza di cui all'Allegato 3 al Regolamento Consob OPC.

Pertanto, TXT ha provveduto a predisporre e a mettere a disposizione il presente Documento Informativo, in conformità alle disposizioni del Regolamento Consob e della Procedura.

Si precisa peraltro che TXT rientra nella definizione di "società di minori dimensioni" di cui all'Articolo 3, comma 1, lett. f), del Regolamento Consob OPC e, pertanto, fermi gli obblighi informativi previsti dall'Articolo 5 del Regolamento Consob OPC, la stessa ha deciso di avvalersi delle disposizioni di cui all'Articolo 10, comma 1, del citato Regolamento Consob OPC, adottando anche con riferimento alle operazioni di "maggiore rilevanza" la procedura prevista per le operazioni di "minore rilevanza".

Il presente Documento Informativo è stato messo a disposizione del pubblico in data 3 agosto 2018 presso la sede legale di TXT e-solutions S.p.A., sul sito internet della società (www.txtgroup.com) nonché presso il meccanismo di stoccaggio autorizzato delle informazioni regolamentate eMarket storage all'indirizzo www.emarketstorage.com.

1. AVVERTENZE

1.1 Rischi connessi ai potenziali conflitti di interesse derivanti dall'Operazione

L'Operazione descritta nel presente Documento Informativo costituisce un'operazione con parti correlate ai sensi del Regolamento Consob e della Procedura Parti Correlate in quanto il socio di maggioranza di Cheleo, Laserline, è socio di maggioranza relativa di TXT (detenendone una partecipazione pari a circa il 25,62% del capitale sociale della stessa) e il controllo di Laserline fa capo al Sig. Enrico Magni, Amministratore Delegato di TXT.

L'Operazione si configura, inoltre, quale operazione di "maggiore rilevanza" tra parti correlate ai sensi di quanto prescritto dall'Articolo 8, comma 1, del Regolamento Consob e dall'Articolo 2 della Procedura, come precisato al paragrafo 2.5 che segue. Conseguentemente, TXT ha attivato i presidi e le misure previsti dal Regolamento Consob e dalla Procedura relativamente alle operazioni di "maggiore rilevanza".

Con riferimento ai rischi di potenziali conflitti di interesse derivanti dall'Operazione, si rileva che il Sig. Enrico Magni è portatore di un interesse potenzialmente in conflitto con la Società, in quanto socio di controllo di Laserline, società che a sua volta deteneva – antecedentemente al Primo Closing dell'Operazione – il 60% del capitale sociale di Cheleo.

Eccezion fatta per quanto appena precisato, in considerazione delle caratteristiche dell'Operazione e degli effetti ad essa collegati e da essa derivanti, TXT ritiene di non essere esposta a particolari rischi connessi a potenziali conflitti di interesse diversi da quelli tipicamente inerenti ad operazioni tra parti correlate, né rischi diversi da quelli tipicamente inerenti a operazioni di analoga natura.

Si fa peraltro presente che:

- in data 20 luglio 2018 gli esperti indipendenti Professor Cesare Conti e Professor Marco Villani (gli **Esperti**) hanno rilasciato la propria *fairness opinion* sul prezzo dell'Operazione, allegata al presente Documento Informativo come Allegato B (il **Parere di Congruità**);
- in data 25 luglio 2018 il comitato per le operazioni con parti correlate – organo composto da amministratori indipendenti di TXT e non correlati, deputato ai sensi dell'Articolo 3, comma 2, della Procedura a rilasciare un parere motivato non vincolante sull'interesse della Società al compimento di operazioni con parti correlate, nonché sulla convenienza e correttezza sostanziale delle relative condizioni (il **Comitato Parti Correlate** o il **Comitato**) – ha espresso all'unanimità il proprio parere favorevole alla sottoscrizione del Contratto di Compravendita, ritenendo che l'Operazione integri i requisiti prescritti dalla vigente disciplina in materia di operazioni con parti correlate, sia sotto il profilo dell'interesse sociale di TXT al suo compimento, sia sotto il profilo della convenienza e correttezza sostanziale delle relative condizioni (il **Parere del Comitato**). Il Parere del Comitato è allegato al presente Documento Informativo come Allegato A;
- in data 25 luglio 2018 il Consiglio di Amministrazione di TXT, preso atto del Parere del Comitato e del Parere di Congruità, ha deliberato di approvare l'Operazione ritenendo sussistente l'interesse sociale di TXT al suo compimento e avendo valutato la convenienza e correttezza sostanziale delle relative condizioni (*cf.* paragrafo 2.8 del presente Documento Informativo), con l'astensione del consigliere Sig. Enrico Magni, in conformità a quanto previsto dalle applicabili disposizioni di legge e dall'Articolo 3, comma 6, della Procedura.

2. INFORMAZIONI RELATIVE ALL'OPERAZIONE

2.1 Caratteristiche, modalità, termini e condizioni dell'Operazione

L'Operazione ha ad oggetto la cessione da parte dei soci di Cheleo – Laserline, i Manager e Arcadia – a favore di TXT delle Quote di Cheleo. Sulla base di quanto previsto dal Contratto di Compravendita, alla data del Primo Closing:

- Laserline ha trasferito alla Società una quota rappresentativa dell'11% del capitale sociale di Cheleo;
- i Manager e Arcadia hanno trasferito, complessivamente, quote rappresentative del 40% del capitale sociale di Cheleo,

e così per quote complessivamente rappresentative del 51% del capitale sociale di Cheleo.

Sempre alla data del Primo Closing, TXT e Laserline hanno altresì stipulato un contratto di opzione di acquisto e vendita (il **Contratto di Opzione**) avente ad oggetto quote rappresentative del 49% del capitale sociale di Cheleo (la **Quota Laserline Residua**). In particolare, ai sensi del Contratto di Opzione è previsto che nel periodo di tempo compreso tra il 1 gennaio ed il 31 gennaio 2019: (a) TXT abbia il diritto di acquistare da Laserline la Quota Laserline Residua, che Laserline sarà obbligata a vendere a TXT qualora quest'ultima eserciti l'opzione; e (b) Laserline abbia il diritto di vendere a TXT la Quota Laserline Residua, che TXT sarà obbligata ad acquistare da Laserline qualora quest'ultima eserciti l'opzione.

In data 31 luglio 2018, come reso noto al mercato mediante comunicato stampa ai sensi dell'Articolo 17 del Regolamento UE 596/2014, TXT e i venditori hanno sottoscritto il Contratto di Compravendita che disciplina i termini e le condizioni dell'Operazione e hanno posto in essere tutte le attività necessarie per procedere al contestuale perfezionamento del Primo Closing mediante, in particolare, il perfezionamento dell'Atto Notarile di Cessione di Quote e la sottoscrizione del Contratto di Opzione.

Il corrispettivo per l'acquisto del 100% di Cheleo è stato convenuto tra le parti in complessivi Euro 10 milioni (il **Prezzo Base**), da ripartirsi tra i venditori in base a quanto indicato nel Contratto di Compravendita, condizionato alla circostanza che alla data del Primo Closing Cheleo avesse un attivo di cassa pari ad almeno Euro 2 milioni.

Il Prezzo Base potrà essere soggetto ad eventuali aggiustamenti solo in diminuzione, secondo un meccanismo di revisione del corrispettivo "euro per euro", qualora alla data del Primo Closing l'attivo di cassa di Cheleo dovesse risultare di importo inferiore alla citata soglia di Euro 2 milioni (il Prezzo Base come eventualmente aggiustato, il **Prezzo Definitivo**).

Il Prezzo Definitivo, sarà determinato dalle parti entro i 40 giorni lavorativi successivi alla data del Primo Closing, a seguito dell'espletamento di una procedura che consentirà alle stesse di definire tale importo in contraddittorio, alla luce della documentazione attestante il calcolo dell'attivo di cassa di Cheleo alla data del Primo Closing.

Si evidenzia inoltre che, in aggiunta al Prezzo Definitivo, ciascuno dei Manager avrà titolo per ricevere un eventuale ulteriore importo a titolo di *earn-out*, legato all'EBITDA di Cheleo nell'esercizio 2019 (il **Prezzo Earn Out**).

Il Prezzo Earn Out sarà verificato e calcolato in contraddittorio tra TXT e i Manager a seguito dell'approvazione nei termini statutari, da parte dell'assemblea dei soci di Cheleo, del bilancio di Cheleo relativo all'esercizio che chiuderà il 31 dicembre 2019.

Quanto alle modalità di pagamento del corrispettivo, il Prezzo Base è stato pagato da TXT in data 31 luglio 2018 come segue:

- (a) Euro 1,1 milioni sono stati corrisposti a Laserline interamente in contanti, a fronte della cessione della quota rappresentativa dell'11% del capitale sociale di Cheleo;
- (b) i Manager e Arcadia, a fronte della cessione delle quote rappresentative del 40% del capitale sociale di Cheleo, hanno invece ricevuto, pro-quota, la propria parte di corrispettivo pari ad Euro 4 milioni mediante il trasferimento in loro favore di

comprehensive in n. 354.204 Azioni TXT. Nel Contratto di Compravendita le parti hanno infatti convenzionalmente attribuito a ciascuna Azione TXT il valore di Euro 11,293.

L'importo residuo pari a Euro 4,9 milioni sarà corrisposto da TXT a Laserline interamente in contanti a fronte della cessione della Quota Laserline Residua secondo quanto previsto dal Contratto di Opzione.

Qualora il Prezzo Definitivo dovesse risultare di importo inferiore al Prezzo Base (i) Laserline dovrà restituire a TXT un importo in contanti pari alla differenza tra il Prezzo Base e il Prezzo Definitivo e (ii) ciascuno dei Manager e ad Arcadia dovrà ritrasferire a TXT, *pro-quota*, un numero di Azioni TXT che corrisponda alla differenza tra il Prezzo Base e il Prezzo Definitivo.

In sostanziale contestualità con la sottoscrizione dell'Atto Notarile di Cessione di Quote è stato sottoscritto altresì un contratto di deposito fiduciario con Laserline (il **Contratto di Deposito Fiduciario Laserline**) ed un contratto di deposito fiduciario con i Manager (il **Contratto di Deposito Fiduciario Manager**). In particolare, ai sensi di tali accordi, TXT (i) ha corrisposto al fiduciario per conto di Laserline sul conto contanti vincolato di cui al Contratto di Deposito Fiduciario Laserline l'importo di Euro 110 mila, che sarà incrementato sino a raggiungere l'importo complessivo di Euro 600 mila a seguito della compravendita della Quota Laserline Residua e del pagamento, da parte di TXT, del relativo corrispettivo per l'acquisto (**l'Importo Vincolato**), e (ii) ha trasferito a ciascun Manager, sul conto azioni vincolato di cui al Contratto di Deposito Fiduciario Manager, il 50% delle Azioni TXT (le **Azioni Vincolate**). Il saldo dell'Importo Vincolato e delle Azioni Vincolate, riferiti di tempo in tempo a ciascuno dei venditori, esistente sui relativi conti depositi vincolati fungeranno da garanzia rilasciata da ciascun venditore in favore di TXT per il pagamento (a) di qualsiasi somma e Azione TXT che dovesse essere restituita alla Società a titolo di aggiustamento del Prezzo Base, (b) di qualsiasi ammontare dovuto a TXT a titolo di indennizzo per la violazione delle dichiarazioni e garanzie rilasciate dai venditori ai sensi del Contratto di Compravendita e (c) di qualsiasi ammontare dovuto a TXT a titolo di indennizzo per la violazione degli obblighi post-closing.

Il Contratto di Compravendita prevede dichiarazioni e garanzie relative, a titolo esemplificativo, alla valida costituzione e stato di Cheleo, alla valida sottoscrizione ed esecuzione del Contratto di Compravendita – con massimali previsti contrattualmente come da operazioni analoghe – nonché correlati obblighi di indennizzo a favore di TXT.

2.2 Parti correlate coinvolte nell'Operazione, natura della correlazione e natura e portata degli interessi di tali parti nell'Operazione

Come indicato al precedente paragrafo 1.1, l'Operazione di cui al presente Documento Informativo costituisce un'operazione con parti correlate ai sensi del Regolamento Consob OPC in quanto la società che deteneva, prima del Primo Closing dell'Operazione, il 60% del capitale sociale di Cheleo, ossia Laserline, è socio di maggioranza relativa di TXT (detenendone una partecipazione pari a circa il 25,62% del capitale sociale della stessa). Inoltre, il controllo di Laserline fa capo al Sig. Enrico Magni, Amministratore Delegato di TXT.

In particolare, l'Operazione si configura quale operazione di "maggiore rilevanza" tra parti correlate ai sensi di quanto prescritto dall'Articolo 8, comma 1, del Regolamento Consob OPC e dell'Articolo 2 della Procedura Parti Correlate. Ai sensi di tale ultima disposizione, infatti, sono da intendersi "Operazioni Rilevanti con Parti Correlate", le operazioni eccedenti il minore tra l'importo di Euro 500.000,00 e il 5% di uno degli indici di rilevanza di cui all'Allegato 3 al Regolamento Consob OPC, come meglio precisato al paragrafo 2.5 che segue.

A tal proposito si ricorda peraltro che la Società ha ritenuto di avvalersi della facoltà di applicare la procedura semplificata prevista dall'Articolo 10, comma 1, del Regolamento Consob OPC, che – fermi gli obblighi informativi di cui all'Articolo 5 del Regolamento Consob OPC – prevede la possibilità di applicare indistintamente per le operazioni di "maggiore rilevanza" e di "minore rilevanza" la procedura prevista dall'Articolo 7 del medesimo Regolamento Consob OPC.

2.3 Motivazioni economiche e convenienza dell'Operazione

Cheleo progetta e sviluppa applicazioni *software* esclusivamente per società finanziarie. Più in particolare, la *value proposition* di tale società consiste nell'offerta di prodotti e servizi (*software* e consulenza) per la gestione dell'intero ciclo di vita di un qualsiasi finanziamento, dall'istruttoria iniziale, alle attività di gestione e recupero del credito, fino alla gestione della cessione di un pacchetto di crediti (sia "*performing*" che "*non-performing*").

Il mercato in cui opera Cheleo, dopo una fase di contrazione e consolidamento seguita alla crisi del 2008-2009, appare oggi avere recuperato una dinamica positiva, caratterizzata dalla crescita di operatori tradizionali e dall'ingresso di nuovi operatori, anche internazionali, sul mercato Italiano.

L'acquisizione di Cheleo da parte di TXT consentirà a quest'ultima di rafforzare il proprio posizionamento nel settore *banking & finance*, coerentemente con il "Go-to-Market" che ha guidato lo sviluppo della Società nella sua lunga storia, mediante un allargamento della propria base clientelare (non solo banche, ma anche società finanziarie), nonché l'ampliamento ed il rafforzamento dell'offerta dei propri prodotti e servizi, con nuove competenze ed aree di specializzazione ad alto valore aggiunto e l'inclusione dell'offerta di prodotti *software* proprietari.

2.4 Modalità di determinazione del corrispettivo dell'Operazione e valutazioni circa la sua congruità rispetto ai valori di mercato di operazioni similari

Modalità di determinazione del corrispettivo e valutazioni del Consiglio di Amministrazione circa la congruità dello stesso

Come meglio descritto nei paragrafi precedenti del presente Documento Informativo, ai sensi del Contratto di Compravendita il Prezzo Base convenuto tra le parti per l'acquisto del 100% di Cheleo è pari a complessivi Euro 10 milioni, soggetto ad eventuali aggiustamenti solo in diminuzione, secondo un meccanismo di revisione del corrispettivo "euro per euro", qualora alla data del Primo Closing l'attivo di cassa di Cheleo dovesse risultare di importo inferiore alla citata soglia di Euro 2 milioni. Al fine della determinazione del Corrispettivo, il Consiglio di Amministrazione di TXT ha adottato metodi di valutazione comunemente utilizzati per operazioni di natura simile e ha tenuto conto del Parere di Congruità rilasciato dagli Esperti a beneficio del Comitato Parti Correlate, a seguito del conferimento agli stessi del relativo incarico in data 22 giugno 2018, a seguito di delibera in tal senso assunta dal Comitato in data 21 giugno 2018. Come già precisato, il Parere di Congruità rilasciato dagli Esperti è allegato al presente Documento Informativo come Allegato B.

In particolare, il Parere di Congruità è stato redatto sulla base del bilancio di esercizio di Cheleo al 31 dicembre 2017, applicando il metodo del modello finanziario (nella variante *asset side*) secondo l'approccio "Adjusted Present Value".

Sotto il profilo metodologico, al fine di verificare la congruità del corrispettivo, gli Esperti hanno provveduto a confrontare lo stesso con il valore di mercato della partecipazione rappresentativa dell'intero capitale di Cheleo. Quest'ultimo, per le ragioni evidenziate nel Parere di Congruità, è stato assunto essere pari al valore di Cheleo risultante dall'applicazione del modello finanziario.

Nel parere di congruità gli Esperti riferiscono di aver assunto una percentuale di variazione (in aumento e in diminuzione) del valore puntuale stimato secondo quanto descritto in precedenza, pari al 10% (che sconta un grado di approssimazione di buona accettabilità). Ognuno dei valori compresi entro l'intervallo determinato può essere considerato accettabile.

In conclusione gli Esperti, sulla base delle analisi valutative svolte, hanno ritenuto che il prezzo delle partecipazioni oggetto di trasferimento (rappresentative dell'intero capitale di Cheleo) provvisoriamente concordato tra le parti in Euro 10 milioni, sia congruo.

Parere del Comitato Parti Correlate

Come sopra precisato, il Comitato Parti Correlate si è avvalso della facoltà di farsi assistere dagli Esperti, scelti a seguito dell'esame delle diverse offerte economiche presentate al Comitato Parti Correlate da vari esperti indipendenti.

L'indipendenza degli Esperti è stata verificata dal Comitato sulla base delle dichiarazioni rese in tal senso dagli Esperti medesimi e dell'assenza di relazioni economiche, patrimoniali e finanziarie degli stessi con la Società o sui amministratori ovvero con le società controllate da TXT o amministratori di queste ultime.

Il Parere di Congruità rilasciato dagli Esperti è allegato al presente Documento Informativo come Allegato B.

Per maggiori informazioni in merito all'*iter* procedurale seguito per l'approvazione dell'Operazione si rinvia a quanto descritto al paragrafo 2.8 che segue.

2.5 Effetti economici, patrimoniali e finanziari dell'Operazione

All'operazione oggetto del presente Documento informativo si applicano le regole previste dalla Procedura per le Operazioni con Parti Correlate di maggiore rilevanza, in quanto il corrispettivo pattuito è di importo superiore ad Euro 500.000,00 e, ai sensi di quanto prescritto dall'Articolo 2 della Procedura, sono da intendersi "Operazioni Rilevanti con Parti Correlate", le operazioni eccedenti il minore tra l'importo di Euro 500.000,00 e il 5% di uno degli indici di rilevanza di cui all'Allegato 3 al Regolamento Consob OPC.

Al riguardo, si precisa che anche applicando l'indice di rilevanza del controvalore dell'Operazione di cui al paragrafo 1.1, lettera a), dell'Allegato 3 al Regolamento Consob OPC, lo stesso risulterebbe superiore al 5% in quanto, al 30 giugno 2018, ultimo giorno di mercato aperto compreso nel periodo di riferimento del più recente documento contabile periodico pubblicato:

- la capitalizzazione della Società era pari a Euro 122,9 milioni (superiore al patrimonio netto consolidato che, a quella data, era pari a Euro 86,5 milioni); e, pertanto
- il rapporto tra il controvalore dell'operazione (Euro 10 milioni) e la capitalizzazione al 30 giugno 2018 è pari a circa l'8,14%.

Con riferimento invece ai restanti indici di cui all'Allegato 3 al Regolamento Consob OPC, si segnala che:

- il totale attivo di Cheleo al 31 dicembre 2017 – data del più recente documento contabile approvato dai competenti organi di tale società – pari ad Euro 3.671 mila, rapportato al totale attivo consolidato di TXT al 30 giugno 2018, pari ad Euro 106.349 mila, determina un indice di rilevanza dell'attivo (*cf.* paragrafo 1.1, lettera b), dell'Allegato 3 al Regolamento Consob OPC) inferiore al 5% e pari a circa il 3,45%;
- il totale delle passività di Cheleo al 31 dicembre 2017 – data del più recente documento contabile approvato dai competenti organi di tale società – pari ad Euro 1.133 mila, rapportato al totale attivo consolidato di TXT al 30 giugno 2018, pari ad Euro 106.349 mila, determina un indice di rilevanza delle passività (*cf.* paragrafo 1.1, lettera c), dell'Allegato 3 al Regolamento Consob OPC) inferiore al 5% e pari a circa l'1,07%.

Si precisa che Cheleo nel 2017 ha ottenuto ricavi pari a circa Euro 2,8 milioni, con EBITDA pari a Euro 0,95 milioni (34% dei ricavi).

Si ricorda da ultimo che, posto che TXT rientra nella definizione di "società di minori dimensioni" di cui all'Articolo 3, comma 1, lett. f), del Regolamento Consob OPC, fermi gli obblighi informativi previsti dall'Articolo 5 del Regolamento Consob OPC, la stessa ha deciso di avvalersi delle disposizioni di cui all'Articolo 10, comma 1, del citato Regolamento Consob OPC, adottando anche con riferimento alle operazioni di "maggiore rilevanza" la procedura prevista per le operazioni di "minore rilevanza".

2.6 Incidenza dell'Operazione sui compensi dei componenti dell'organo di amministrazione della Società e/o di società da questa controllate

Non sono previste variazioni nei compensi dei componenti dell'organo di amministrazione di TXT e/o delle società da questa controllate in conseguenza dell'Operazione.

2.7 Interessi dei componenti degli organi di amministrazione e di controllo, direttori generali e dirigenti dell'Emittente nell'Operazione

Come sopra precisato, il Consigliere Sig. Enrico Magni è il soggetto cui fa capo il controllo di Laserline, socio di maggioranza relativa di TXT (detenendone una partecipazione pari a circa il 25,62% del capitale sociale della stessa), nonché società che deteneva, antecedentemente al Primo Closing, il 60% delle Quote in Cheleo.

Il Sig. Magni, pertanto, in conformità a quanto previsto dall'Articolo 3.6 della Procedura, si è astenuto dall'esprimere il voto con riferimento alla delibera consiliare di approvazione dell'Operazione, assunta dal Consiglio di Amministrazione in data 25 luglio 2018 (cfr. paragrafo 2.8 che segue).

Fatta eccezione per quanto precede, l'Operazione non coinvolge, in qualità di parti correlate, altri componenti del Consiglio di Amministrazione ovvero componenti del Collegio Sindacale o dirigenti di TXT.

2.8 Iter di approvazione dell'Operazione

Come illustrato nei precedenti paragrafi del presente Documento Informativo, l'Operazione si configura per TXT quale operazione con parti correlate di "maggiore rilevanza" ed è, pertanto, stata sottoposta all'iter di approvazione prescritto dell'Articolo 3 della Procedura, nel rispetto di quanto previsto dal Regolamento Consob OPC.

In particolare, l'Articolo 3 della Procedura prevede che l'Operazione sia soggetta al preventivo parere motivato non vincolante del Comitato Parti Correlate sull'interesse della Società al compimento dell'Operazione, nonché sulla convenienza e sulla correttezza sostanziale delle relative condizioni.

A tal fine, in conformità a quanto previsto dalla Procedura, il Comitato Parti Correlate è stato coinvolto nelle trattative dell'Operazione, mediante tempestiva informazione in ordine all'avvio delle stesse e trasmissione di informazioni complete ed adeguate sull'Operazione riguardanti, in particolare, la natura della correlazione, i principali termini e condizioni dell'operazione, la tempistica, le motivazioni sottostanti l'Operazione, nonché gli eventuali rischi per la Società. Oltre a completi e tempestivi flussi informativi, TXT ha inoltre garantito al Comitato Parti Correlate, al fine della valutazione dell'Operazione, la trasmissione di supporti documentali; in particolare, il Comitato Parti Correlate ha ottenuto dal *management* della Società (e, in particolare, dall'Amministratore Delegato Ing. Marco Guida e dall'Amministratore Esecutivo Dott. Paolo Matarazzo), oltre alla lettera di intenti sottoscritta tra le parti di cui al comunicato stampa del 22 giugno 2018, alle presentazioni predisposte dal *management* di TXT a beneficio dell'attività istruttoria del Comitato, ai *report* di *due diligence* di *business*, finanziaria, legale e fiscale e alle bozze contrattuali scambiate tra le parti, anche i chiarimenti e le delucidazioni di volta in volta richiesti, con tempestività e sollecitudine.

Si ricorda che ai fini della valutazione dei profili di congruità economica dell'Operazione, il Comitato in data 21 giugno 2018 ha deliberato di conferire l'incarico al Professor Cesare Conti, Professore associato di finanza aziendale nell'Università Bocconi, *managing partner* di Conti & Partners – Corporate Finance Advisors, iscritto all'Albo dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili di Milano, e al Professor Marco Villani, Professore a contratto di valutazione delle aziende nell'Università Bocconi, *partner* dello Studio Prof. Luigi Guatri, iscritto all'Albo dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili di Milano. In esecuzione dell'incarico così conferito in data 22 giugno 2018, gli Esperti hanno rilasciato il proprio Parere di Congruità in data 20 luglio 2018; tale parere è accluso al presente Documento Informativo quale Allegato B.

Alla luce delle informazioni ricevute, in data 25 luglio 2018 il Comitato Parti Correlate – composto dagli Amministratori Indipendenti e non correlati all'Operazione Fabienne Dejean Schwalbe e Stefania Saviolo – ha espresso parere favorevole non vincolante sulla sussistenza dell'interesse della Società al perfezionamento del Contratto di Compravendita e quindi, in generale, al compimento dell'Operazione, nonché sulla convenienza e sulla correttezza sostanziale delle relative condizioni, anche alla presenza del Presidente del Collegio Sindacale e del *management* della Società. Nel corso dell'incontro, oltre a provvedere all'analisi della bozza più recente del Contratto di Compravendita, il Comitato ha potuto confrontarsi con gli Esperti, presenti alla riunione, che hanno illustrato le metodologie applicate per valutare la congruità dell'Operazione sotto il profilo finanziario e i relativi esiti.

Durante tale incontro, gli Esperti hanno illustrato i contenuti del Parere di Congruità sull'Operazione e le valutazioni ivi contenute. In tale sede, inoltre, il Presidente del Collegio Sindacale, a nome dell'intero Collegio, ha dato atto: di aver vigilato sulle procedure adottate dalla Società per il compimento di operazioni con parti correlate; di essere stato tempestivamente informato sullo svolgimento dell'Operazione e sul coinvolgimento del Comitato Operazioni con Parti Correlate fin dalla fase iniziale delle trattative; di aver constatato che c'è stato un adeguato flusso informativo nei tempi opportuni agli organi deliberanti; e di aver ricevuto copia del Parere di Congruità richiesto dal Comitato Operazioni con Parti Correlate, contenente l'espresso parere di congruità del prezzo di Euro 10 milioni.

Sempre nel corso dell'incontro del 25 luglio 2018 il Comitato ha quindi approvato all'unanimità il Parere del Comitato, con il quale ha espresso il proprio parere favorevole alla sottoscrizione del Contratto di Compravendita, ritenendo che l'Operazione integri i requisiti prescritti dalla vigente disciplina in materia di operazioni con parti correlate, sia sotto il profilo dell'interesse sociale di TXT al suo compimento, sia sotto il profilo della convenienza e correttezza sostanziale delle relative condizioni.

Come richiesto dall'Articolo 5 del Regolamento Consob OPC, il Parere del Comitato è accluso quale Allegato A al presente Documento Informativo.

In data 25 luglio 2018 il Consiglio di Amministrazione di TXT, preso atto del Parere del Comitato reso all'unanimità dei suoi componenti e del Parere di Congruità rilasciato dagli Esperti, ritenendo effettivamente sussistente l'interesse della Società al perfezionamento dell'Operazione e alla sottoscrizione del Contratto di Compravendita, nonché la convenienza e correttezza sostanziale delle condizioni dell'Operazione, con l'astensione del consigliere Enrico Magni, ha approvato l'Operazione conferendo al Presidente Ing. Alvise Braga Illa e all'Amministratore Delegato Ing. Marco Guida, in via disgiunta fra loro, con firma singola e con facoltà di nominare procuratori speciali, ogni più ampio potere per dare esecuzione alle operazioni descritte nel Contratto di Compravendita incluso, a titolo meramente esemplificativo, quello di completare le negoziazioni in coerenza con quanto illustrato. Alla predetta riunione consigliere erano presenti tutti i componenti del Consiglio e tutti i membri effettivi del Collegio Sindacale. La delibera è stata assunta con il voto favorevole di tutti i componenti del Consiglio ad eccezione del Consigliere Enrico Magni il quale, in ragione della partecipazione di controllo dallo stesso indirettamente detenuta in Cheleo tramite Laserline, si è astenuto dalla votazione sull'Operazione in conformità a quanto previsto dall'Articolo 3.6 della Procedura. Su invito del Presidente, erano altresì presenti alla riunione alcuni consulenti finanziari/fiscali .

In data 31 luglio 2018 TXT e i venditori hanno sottoscritto il Contratto di Compravendita e hanno contestualmente dato esecuzione a tutte le attività previste per il *closing* dell'Operazione, in particolare perfezionando l'Atto Notarile di Cessione di Quote.

2.9 Applicabilità delle disposizioni di cui all'Articolo 5, comma 2, del Regolamento Consob OPC

Le disposizioni di cui all'Articolo 5, comma 2, del Regolamento Consob OPC non sono applicabili all'Operazione.

Milano, 3 agosto 2018

ALLEGATI

Allegato A: Parere del Comitato rilasciato in data 25 luglio 2018

Allegato B: Parere di Congruità rilasciato dagli Esperti Professor Cesare Conti e Professor Marco Villani in data 20 luglio 2018

Allegato A

Parere del Comitato Parti Correlate di TXT e-solutions S.p.A. in merito all'operazione di acquisizione del 100% del capitale sociale di Cheleo S.r.l.

1. Premessa

Il comitato per le operazioni con parti correlate di TXT e-solutions S.p.A. (**TXT** o la **Società**), composto da Fabienne Dejean Schwalbe (Presidente) e Stefania Saviolo, consiglieri indipendenti ai sensi dell'Articolo 148 del D. Lgs. n. 58/1998 e dell'Articolo 3 del codice di autodisciplina per le società quotate, adottato dal comitato per la *corporate governance* di Borsa Italiana S.p.A. (il **Comitato**), è incaricato di esprimere motivato parere non vincolante in merito all'operazione descritta nel prosieguo (l'**Operazione**), avente ad oggetto l'acquisto, da parte della Società, delle quote rappresentative del 100% del capitale sociale di Cheleo S.r.l. (**Cheleo**), società attiva nella progettazione, sviluppo e offerta di prodotti e servizi (*software* e consulenza) esclusivamente in favore di società finanziarie per la gestione dell'intero ciclo di vita di un qualsiasi finanziamento, dall'istruttoria iniziale alle attività di gestione e recupero del credito fino alla gestione della cessione di un pacchetto di crediti (sia "*performing*" che "*non-performing*").

Il prossimo Consiglio di Amministrazione della Società sarà infatti chiamato a pronunciarsi, *inter alia*, in relazione alla stipula del contratto tra TXT, in qualità di acquirente, e Laserline S.p.A. (**Laserline**), Bruno Roma, Nicoletta Ider, Flavio Minari (i **Manager**) e Arcadia Information Technology Ltd. (**Arcadia**), in qualità di venditori, avente ad oggetto la compravendita dell'intero capitale sociale di Cheleo (il **Contratto di Compravendita di Quote**), nonché più in generale in relazione al perfezionamento dell'Operazione.

Ai sensi del regolamento adottato da Consob con delibera n. 17221 del 12 marzo 2010, come successivamente modificato ed integrato (il **Regolamento Consob OPC**), le cui regole e principi sono stati recepiti nella procedura per la disciplina delle operazioni con parti correlate adottata dal Consiglio di Amministrazione della Società in data 8 novembre 2010 (la **Procedura**), l'Operazione si configura come operazione con parti correlate in quanto il socio di maggioranza di Cheleo è Laserline, che detiene una quota rappresentativa del 60% del capitale sociale della predetta società. Laserline è altresì socio di maggioranza relativa di TXT (detenendone una partecipazione pari a circa il 25,62% del capitale sociale della stessa). Inoltre, il controllo di Laserline fa capo al Sig. Enrico Magni, il quale attualmente ricopre la carica di Amministratore Delegato di TXT.

L'Operazione si qualifica inoltre come operazione di maggiore rilevanza ai sensi di quanto prescritto dall'Articolo 8, comma 1, del Regolamento Consob OPC e dall'Articolo 2 della Procedura, in quanto di importo superiore ad Euro 500.000,00. Peraltro, posto che TXT rientra nella definizione di "società di minori dimensioni" di cui all'Articolo 3, comma 1, lett. f), del Regolamento Consob OPC, fermi gli obblighi informativi previsti dall'Articolo 5 del Regolamento Consob OPC, la stessa ha deciso di avvalersi delle disposizioni di cui all'Articolo 10, comma 1, del citato Regolamento Consob OPC,

adottando anche con riferimento alle operazioni di “maggiore rilevanza” la procedura prevista per le operazioni di “minore rilevanza”.

Il Comitato esprime pertanto il presente parere motivato non vincolante ai sensi, per gli effetti ed in conformità a quanto richiesto dall'Articolo 7 del Regolamento Consob OPC, come recepito dall'Articolo 3 della Procedura.

2. Documentazione esaminata

Il presente parere si basa, oltre che sulle interlocuzioni orali scambiate con il *management* della Società durante le riunioni del Comitato all'uopo convocate, sulla disamina della seguente documentazione, messa a disposizione del Comitato dall'Amministratore Delegato Ing. Marco Guida e dall'Amministratore Esecutivo Dott. Paolo Matarazzo:

- bozza della lettera di intenti (la **LOI**) sottoscritta in data 21 giugno 2018 (i cui contenuti sono riflessi nel comunicato stampa pubblicato in pari data dalla Società);
- *report* aventi ad oggetto le risultanze delle attività di *due diligence* di *business*, finanziaria, legale e fiscale condotte su Cheleo (i **Report di Due Diligence**);
- presentazioni predisposte dal *management* di TXT a beneficio dell'attività istruttoria del Comitato;
- bozze del Contratto di Compravendita di Quote; e
- Fairness Opinion rilasciata dagli Esperti Indipendenti (tali termini come *infra* definiti).

3. Descrizione dell'Operazione

Oggetto del Contratto di Compravendita di Quote

Il Contratto di Compravendita di Quote ha ad oggetto l'acquisto da parte della Società dagli attuali soci di Cheleo (Laserline, i Manager e Arcadia) di quote complessivamente rappresentative del 100% del capitale sociale di Cheleo. In particolare, è previsto che l'acquisto dell'intero capitale sociale di Cheleo avvenga come segue.

Alla data del primo *closing* dell'Operazione (il **Primo Closing**), è previsto che:

- Laserline trasferisca a TXT una quota rappresentativa dell'11% del capitale sociale di Cheleo;
- i Manager e Arcadia trasferiscano, complessivamente, quote rappresentative del 40% del capitale sociale di Cheleo,

e così per quote complessivamente rappresentative del 51% del capitale sociale di Cheleo.

Sempre alla data del Primo Closing è previsto inoltre che TXT e Laserline stipulino un contratto di opzione di acquisto e vendita (il **Contratto di Opzione**) avente ad oggetto quote rappresentative del

49% del capitale sociale di Cheleo (la **Quota Laserline Residua**). In particolare, ai sensi del Contratto di Opzione è previsto che nel periodo di tempo compreso tra il 1 gennaio ed il 31 gennaio 2019: (a) TXT abbia il diritto di acquistare da Laserline la Quota Laserline Residua, che Laserline sarà obbligata a vendere a TXT qualora quest'ultima eserciti l'opzione; e (b) Laserline abbia il diritto di vendere a TXT la Quota Laserline Residua, che TXT sarà obbligata ad acquistare da Laserline qualora quest'ultima eserciti l'opzione.

La compravendita delle quote (ad eccezione della Quota Laserline Residua) avrà effetto a partire dalla data del Primo Closing e, pertanto, la proprietà di dette quote e la legittimazione all'esercizio di tutti i diritti ad esse inerenti saranno trasferite a TXT alla – e a far tempo dalla – data del Primo Closing.

La compravendita della Quota Laserline Residua avrà effetto a partire dalla data del trasferimento della stessa a TXT, qualora venga esercitata una delle opzioni di cui al Contratto di Opzione e, pertanto, la proprietà della Quota Laserline Residua e la legittimazione all'esercizio di tutti i diritti ad essa inerenti saranno trasferite a TXT alla – e a far tempo da – detta data di trasferimento.

Corrispettivo

Il corrispettivo per l'acquisto del 100% di Cheleo è stato convenuto tra le parti in complessivi Euro 10 milioni (il **Prezzo Base**), da ripartirsi tra i venditori in base a quanto indicato nel Contratto di Compravendita, a condizione che alla Data del Primo Closing Cheleo abbia un attivo di cassa pari ad almeno Euro 2 milioni.

Pertanto, il Prezzo Base potrà essere soggetto ad eventuali aggiustamenti solo in diminuzione, secondo un meccanismo di revisione del corrispettivo “euro per euro”, qualora alla data del Primo Closing l'attivo di cassa di Cheleo dovesse risultare di importo inferiore alla citata soglia di Euro 2 milioni (il Prezzo Base come eventualmente aggiustato, il **Prezzo Definitivo**).

Il Prezzo Definitivo sarà determinato dalle parti successivamente alla data del Primo Closing, a seguito dell'espletamento di una procedura che consentirà alle stesse di definire tale importo in contraddittorio, alla luce della documentazione attestante il calcolo dell'attivo di casa di Cheleo alla data del Primo Closing.

Earn-out

In aggiunta al Prezzo Definitivo, ciascuno dei Manager avrà titolo per ricevere un eventuale ulteriore importo a titolo di *earn-out*, legato all'EBITDA di Cheleo nell'esercizio 2019 (il **Prezzo Earn Out**).

Il Prezzo Earn Out sarà verificato e calcolato in contraddittorio tra TXT e i Manager a seguito dell'approvazione nei termini statutari, da parte dell'assemblea dei soci di Cheleo, del bilancio di Cheleo relativo all'esercizio che chiuderà il 31 dicembre 2019.

Modalità di pagamento del corrispettivo e deposito fiduciario

Il Prezzo Base sarà pagato da TXT come segue:

- (a) quanto alla quota di proprietà di Laserline, interamente in contanti;
- (b) quanto alle quote di proprietà dei Manager e di Arcadia, interamente a mezzo del trasferimento da parte di TXT della proprietà di azioni ordinarie proprie di TXT (le **Azioni TXT**).

Qualora il Prezzo Definitivo dovesse risultare di importo inferiore al Prezzo Base (i) Laserline dovrà restituire a TXT un importo in contanti pari alla differenza tra il Prezzo Base e il Prezzo Definitivo e (ii) ciascuno dei Manager e ad Arcadia dovrà ritrasferire pro-quota a TXT un numero di Azioni TXT che corrisponda alla differenza tra il Prezzo Base e il Prezzo Definitivo.

Il Prezzo Definitivo per la Quota Laserline Residua, in caso di esercizio di una opzione, sarà pagato contestualmente al trasferimento di tale quota.

Il Prezzo Earn Out, qualora dovuto, sarà pagato interamente in contanti.

In sostanziale contestualità con la sottoscrizione del Contratto di Compravendita di Quote è prevista inoltre la sottoscrizione di un contratto di deposito fiduciario con Laserline (il **Contratto di Deposito Fiduciario Laserline**) e di un contratto di deposito fiduciario con i Manager (il **Contratto di Deposito Fiduciario Manager**). In particolare, ai sensi del Contratto di Compravendita di Quote è previsto che TXT (i) paghi al fiduciario per conto di Laserline l'importo di Euro 110 mila, che sarà incrementato sino a raggiungere l'importo complessivo di Euro 600 mila a seguito della compravendita della Quota Laserline Residua e del pagamento, da parte di TXT, del relativo corrispettivo per l'acquisto (**l'Importo Vincolato**) sul conto contanti vincolato di cui al Contratto di Deposito Fiduciario Laserline e (ii) trasferisca a ciascun Manager, sul conto azioni vincolato di cui al Contratto di Deposito Fiduciario Manager, il 50% delle Azioni TXT (le **Azioni Vincolate**). Il saldo dell'Importo Vincolato e delle Azioni Vincolate, riferiti di tempo in tempo a ciascuno dei venditori, esistente sui relativi conti depositi vincolati fungeranno da garanzia rilasciata da ciascun venditore in favore di TXT per il pagamento (a) di qualsiasi somma e Azione TXT che dovesse essere restituita alla Società a titolo di aggiustamento del Prezzo Base; (b) di qualsiasi ammontare dovuto a TXT a titolo di indennizzo per la violazione delle dichiarazioni e garanzie rilasciate dai venditori ai sensi del Contratto di Compravendita di Quote e (c) di qualsiasi ammontare dovuto a TXT a titolo di indennizzo per la violazione degli obblighi post-closing

Obblighi delle parti con riferimento ai “manager chiave”

Ai sensi del Contratto di Compravendita di Quota è previsto che i Signori Bruno Roma e Flavio Minari (i **Manager Chiave**) continuino a rivestire tale ruolo esclusivamente in favore di Cheleo per un periodo di almeno tre anni a partire dalla data del Primo Closing.

4. Fase istruttoria

Al fine del rilascio del presente parere, il Comitato ha ricevuto tutte le informazioni necessarie ad avviare un'attenta analisi circa la stipula del Contratto di Compravendita di Quote e, dunque, circa il perfezionamento dell'Operazione, nonché relativamente alla sussistenza dell'interesse della Società al compimento dell'Operazione stessa e alla convenienza e correttezza sostanziale delle relative condizioni.

In particolare, in conformità a quanto previsto dal Regolamento Consob OPC e dalla Procedura, il Comitato Parti Correlate è stato coinvolto nelle trattative dell'Operazione mediante tempestiva informazione in ordine all'avvio delle stesse e trasmissione di informazioni complete ed adeguate sull'Operazione riguardanti, in particolare, la natura della correlazione, i principali termini e condizioni dell'Operazione, la tempistica e le motivazioni sottostanti l'Operazione stessa, nonché gli eventuali rischi per la Società potenzialmente derivanti dalla stipula del Contratto di Compravendita di Quote. Il Comitato Parti Correlate ha altresì ottenuto dal *management* della Società (e, in particolare, dall'Amministratore Delegato Ing. Marco Guida e dall'Amministratore Esecutivo Dott. Paolo Matarazzo), oltre alle diverse bozze contrattuali scambiate tra le parti, alla LOI e ai Report di Due Diligence, anche i chiarimenti e le delucidazioni richiesti in merito con tempestività e sollecitudine.

Ai fini della valutazione dei profili di congruità economica dell'Operazione, il Comitato si è avvalso della *fairness opinion* (la **Fairness Opinion**) rilasciata in data 20 luglio 2018 dagli esperti indipendenti Professor Cesare Conti, Professore associato di finanza aziendale nell'Università Bocconi, *managing partner* di Conti & Partners – Corporate Finance Advisors, iscritto all'Albo dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili di Milano, e Professor Marco Villani, Professore a contratto di valutazione delle aziende nell'Università Bocconi, *partner* dello Studio Prof. Luigi Guatri, iscritto all'Albo dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili di Milano (insieme, gli **Esperti Indipendenti**).

L'incarico agli Esperti Indipendenti è stato conferito dal Comitato nel corso della riunione del 21 giugno 2018, nel corso della quale sono stati altresì analizzati i termini essenziali dell'Operazione, anche alla presenza del Presidente del Consiglio di Amministrazione Ing. Alvise Braga Illa, dell'Amministratore Delegato Ing. Marco Guida e dell'Amministratore Esecutivo Dott. Paolo Matarazzo.

Il Comitato si è quindi nuovamente riunito in data odierna per provvedere all'analisi della più recente bozza di Contratto di Compravendita di Quote, potendosi in tale sede confrontarsi con gli Esperti Indipendenti, entrambi presenti alla riunione, che hanno illustrato nel dettaglio i contenuti della Fairness Opinion, anche attraverso materiale di supporto, soffermandosi in particolare sulle metodologie applicate per valutare la congruità dell'Operazione sotto il profilo dei termini economici della stessa e sui relativi esiti.

5. Analisi dell'interesse della Società al perfezionamento dell'Operazione e della convenienza e correttezza sostanziale delle relative condizioni

Ai sensi della normativa vigente e della Procedura, è compito del Comitato valutare l'interesse della Società al perfezionamento dell'Operazione e la convenienza e correttezza sostanziale delle relative condizioni.

Quanto all'interesse della Società al compimento dell'Operazione e alla convenienza della stessa, il Comitato rileva come l'Operazione stessa rappresenti un'opportunità per TXT in quanto, coerentemente con l'approccio "Go-to-Market" che ha guidato lo sviluppo della Società nella sua lunga storia, le consentirebbe un allargamento della propria base clientelare (non solo banche, ma anche società finanziarie che costituiscono il *target* cui attualmente Cheleo si rivolge), nonché l'ampliamento ed il rafforzamento dell'offerta dei propri prodotti e servizi, con nuove competenze ed aree di specializzazione ad alto valore aggiunto e l'inclusione dell'offerta di prodotti *software* proprietari.

Il Comitato osserva inoltre che l'Operazione presenta diversi profili a tutela di, o comunque convenienti per, TXT, quali ad esempio (i) la circostanza che i Manager Chiave – la cui presenza quali *manager* di riferimento di Cheleo ha determinato il successo imprenditoriale ed i risultati economici della stessa – continuano a rivestire tale ruolo esclusivamente in favore di Cheleo per un periodo di almeno tre anni a partire dalla data del Primo Closing e (ii) l'esistenza dell'Importo Vincolato e delle Azioni Vincolate ai sensi, rispettivamente, del Contratto di Deposito Fiduciario Laserline e del Contratto di Deposito Fiduciario Manager, con le finalità di garanzia in favore della Società più sopra descritte.

Da ultimo, come sopra ricordato, per il rilascio del presente parere il Comitato si è avvalso della collaborazione degli Esperti Indipendenti e ha da essi ricevuto la Fairness Opinion. In particolare, ai fini dell'analisi valutativa e dell'identificazione del valore di mercato di Cheleo, gli Esperti Indipendenti hanno fatto riferimento al metodo del modello finanziario (nella variante *asset side*), applicato secondo l'approccio Adjusted Present Value. In base al suddetto approccio, il valore delle attività di un'impresa (*enterprise value*) è dato dalla somma di due componenti: (i) il valore *unlevered* (ossia il valore dell'impresa nell'ipotesi in cui quest'ultima sia finanziata esclusivamente con capitale di rischio); e (ii) il valore dello scudo fiscale del debito (ossia dei benefici fiscali connessi alla deducibilità degli oneri finanziari). Il valore del capitale d'impresa viene quindi calcolato sottraendo dall'*enterprise value* il valore della posizione finanziaria netta alla data della valutazione. Al 31 dicembre 2017 (data di riferimento delle analisi valutative di cui alla Fairness Opinion), Cheleo presentava una posizione finanziaria netta attiva; pertanto, l'*equity value* della predetta società è stato calcolato aggiungendo all'*enterprise value* il valore di tale posizione finanziaria netta (decurtato delle poste patrimoniali assimilabili ai debiti finanziari). In base alle elaborazioni svolte dagli Esperti Indipendenti è stato

quindi stimato un valore di base di Cheleo che è stato ritenuto coincidente con il valore di mercato della società stessa e, alla luce delle analisi effettuate, gli Esperti Indipendenti hanno ritenuto congruo il corrispettivo di Euro 10 milioni per l'acquisto delle quote rappresentative del 100% del capitale sociale di Cheleo.

In tale complessivo contesto, alla luce delle considerazioni di cui sopra, l'interesse e la convenienza per TXT alla realizzazione dell'Operazione devono ritenersi sussistenti, indipendentemente dalla circostanza che Laserline e il Sig. Enrico Magni siano sue parti correlate.

Con riferimento alla correttezza sostanziale delle condizioni dell'Operazione, il Comitato da' atto che TXT ha posto in essere i presidi necessari alla corretta qualificazione dell'Operazione, assoggettando la stessa alle applicabili disposizioni di cui al Regolamento Consob OPC, come recepite dalla Procedura, garantendo al Comitato di agire in modo informato, secondo trasparenza e attraverso un flusso informativo completo e tempestivo.

Sulla base delle informazioni e della documentazione a propria disposizione, il Comitato rileva che i termini e le condizioni di cui al Contratto di Compravendita di Quote appaiono coerenti con la prassi di operazioni similari e non presentano profili suscettibili di arrecare vantaggi non giustificati alle controparti correlate Laserline e Sig. Enrico Magni.

Come d'uso, il Contratto di Compravendita di Quote prevede taluni obblighi in capo ai venditori applicabili durante il periodo di gestione interinale compreso tra la data di sottoscrizione del contratto e la data di efficacia della cessione delle quote di Laserline (ad esempio, per quanto concerne la gestione ordinaria di Cheleo, il rispetto di impegni relativi alla conduzione aziendale della stessa e il mantenimento di autorizzazioni, permessi e licenze necessari per tale conduzione aziendale), in termini coerenti con la prassi per questa tipologia di operazioni.

Sono inoltre in linea con la prassi negoziale anche le dichiarazioni e garanzie rese dalle parti nell'ambito del Contratto di Compravendita di Quote. Inoltre, l'eventuale violazione delle dichiarazioni e garanzie rese dai venditori comporterà l'insorgere di obblighi di indennizzo (con obbligo di solidarietà tra i Manager) soggetti a massimali e limitazioni in conformità alla prassi di mercato.

Parimenti in linea con la prassi di mercato sono le condizioni sospensive al Primo Closing, tra le quali si annoverano le necessarie autorizzazioni all'Operazione da parte dei componenti organi sociali di TXT.

6. Conclusioni

Il Comitato, nell'esaminare l'Operazione e il Contratto di Compravendita di Quote, ha potuto riscontrare come il processo negoziale si sia svolto all'insegna della piena trasparenza a livello endo-societario.

Durante l'intera fase delle trattative il Comitato è stato destinatario di flussi informativi completi e tempestivi e ha riscontrato la piena disponibilità e collaborazione del *management* di TXT.

Il Comitato ha potuto riscontrare che i termini e le condizioni di cui al Contratto di Compravendita di Quote appaiono coerenti con la prassi di operazioni similari e non presentano profili suscettibili di arrecare vantaggi non giustificati alle controparti correlate Laserline e Sig. Enrico Magni.

Ad esito delle proprie analisi, il Comitato ritiene quindi che l'Operazione integri i requisiti prescritti dalla vigente disciplina in materia di operazioni con parti correlate sia sotto il profilo dell'interesse di TXT al suo perfezionamento sia sotto il profilo della convenienza e correttezza sostanziale delle relative condizioni.

In considerazione di quanto precede, a fronte delle considerazioni sopra esposte, il Comitato, all'unanimità

ESPRIME PARERE FAVOREVOLE NON VINCOLANTE

sulla sussistenza dell'interesse della Società al perfezionamento del Contratto di Compravendita di Quote e quindi, in generale, al compimento dell'Operazione nonché sulla convenienza e sulla correttezza sostanziale delle relative condizioni.

Milano, 25 luglio 2018

Allegato B

**Opinione indipendente
sulla congruità del corrispettivo
pattuito per il trasferimento
delle partecipazioni rappresentative
dell'intero capitale di Cheleo S.r.l.**

Milano, 20 luglio 2018

1

INDICE

1. Oggetto dell'incarico	3
2. Principali documenti considerati	6
3. Cheleo S.r.l.	7
3.1 L'attività svolta dalla società.....	7
3.2 La consistenza patrimoniale al 31 dicembre 2017.....	8
3.3 I risultati conseguiti nel corso dell'esercizio 2017	9
4. Premesse di metodo	11
4.1 Il valore di mercato.....	11
4.1.1 Gli input nella stima del valore di mercato.....	13
4.1.2 Il valore di mercato delle partecipazioni nelle applicazioni professionali	14
4.2 Il modello finanziario	15
5. Le analisi valutative.....	18
5.1 L'impianto della stima.....	18
5.2 La valutazione di Cheleo S.r.l. con il modello finanziario	20
5.2.1 Il valore unlevered	21
5.2.1.1 I flussi di cassa operativi netti attesi nel periodo di previsione analitica	22
5.2.1.2 Il flusso di cassa operativo netto medio normale ottenibile in perpetuo dall'anno successivo all'ultimo anno di previsione analitica.....	22
5.2.1.3 Il costo del capitale di rischio unlevered	23
5.2.2 Il valore dello scudo fiscale del debito	26
5.2.3 I risultati delle analisi valutative.....	26
5.3 Il valore base della partecipazione	27
5.4 Dal valore base della partecipazione al valore di mercato della stessa	27
6. Conclusioni.....	29

1. Oggetto dell'incarico

TXT e – solutions S.p.A. intende acquistare le partecipazioni nel capitale di Cheleo S.r.l. ⁽¹⁾ di proprietà di Laserline S.p.A., Bruno Roma, Nicoletta Ider, Flavio Minari e Arcadia Information Technology Ltd.. Le suddette partecipazioni sono complessivamente rappresentative dell'intero capitale di Cheleo S.r.l..

Attualmente, il socio di maggioranza di Cheleo S.r.l. è Laserline S.p.A., la quale è proprietaria di una partecipazione rappresentativa del 60% del capitale della predetta società. Laserline S.p.A. è anche il socio di maggioranza relativa di TXT e – solutions S.p.A. (della quale detiene circa il 25,62% del capitale). Peraltro, il controllo della suddetta società fa capo ad Enrico Magni, il quale ricopre la carica di amministratore delegato di TXT e – solutions S.p.A.. La transazione considerata si configura, quindi, come un'operazione tra parti correlate. Stante quanto indicato, il comitato operazioni con parti correlate di TXT e – solutions S.p.A. ha chiesto agli scriventi Prof. Cesare Conti ⁽²⁾ e Prof. Marco Villani ⁽³⁾, di esprimere un'opinione indipendente in merito alla congruità del prezzo che verrà complessivamente corrisposto agli attuali soci di Cheleo S.r.l., a fronte dell'acquisto delle partecipazioni in quest'ultima che fanno capo agli stessi.

Il prezzo delle suddette partecipazioni è stato provvisoriamente quantificato in misura pari a circa Euro 10.000 mila. Le parti hanno concordato un meccanismo di correzione del suddetto prezzo in funzione dell'entità delle disponibilità finanziarie nette presenti presso Cheleo S.r.l. al momento del trasferimento delle partecipazioni di cui si discute ⁽⁴⁾. Segnaliamo quanto segue:

- il prezzo sarà suddiviso in modo proporzionale tra gli attuali soci di Cheleo S.r.l.;

¹ La società ha la propria sede legale a Cavallone della Riviera (Brescia), Località Giardini n° 10.

² Professore associato di finanza aziendale nell'Università Bocconi, managing partner di Conti & Partners – Corporate Finance Advisors, iscritto all'Albo dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili di Milano.

³ Professore a contratto di valutazione delle aziende nell'Università Bocconi, partner dello Studio Prof. Luigi Guatri, iscritto all'Albo dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili di Milano.

⁴ In base a quanto riferitoci, la partecipazione che fa capo a Laserline S.p.A. verrà trasferita in due momenti distinti. Una prima parte (rappresentativa dell'11% del capitale di Cheleo S.r.l.), contestualmente al trasferimento delle partecipazioni che fanno capo agli altri soci. La parte residua (rappresentativa del 49% del capitale di Cheleo S.r.l.), entro il 31 gennaio 2019. Ai fini dell'applicazione del meccanismo di correzione del prezzo, si farà riferimento alle disponibilità finanziarie nette presenti presso Cheleo S.r.l. nel momento in cui sarà completato il trasferimento della prima parte della partecipazione che fa capo a Laserline S.p.A., nonché delle partecipazioni di proprietà degli altri soci della predetta società.

- la quota del prezzo spettante a Laserline S.p.A. verrà corrisposta in contanti.

Invece, quella spettante agli altri soci, in azioni ordinarie TXT e – solutions S.p.A.. Bruno Roma e Flavio Minari rivestono un ruolo chiave in Cheleo S.r.l.. Pertanto, TXT e – solutions S.p.A. ha ottenuto che gli stessi le corrispondano una penale (il cui ammontare è stato concordato tra le parti) nel caso in cui dovessero interrompere la loro collaborazione con la predetta società nei tre anni successivi al momento in cui trasferiranno le partecipazioni. Peraltro, qualora Bruno Roma dovesse lasciare Cheleo S.r.l., anche sua moglie Nicoletta Ider dovrà corrispondere una penale a TXT e – solutions S.p.A..

Una parte del denaro / azioni spettante a Laserline S.p.A., Bruno Roma, Nicoletta Ider, e Flavio Minari, verrà depositato in un conto corrente vincolato / deposito titoli vincolato a garanzia degli impegni che saranno assunti dagli stessi nei confronti del compratore.

A Bruno Roma, Nicoletta Ider, Flavio Minari sarà inoltre riconosciuto un earn – out, la cui entità dipende, in particolare, dall'ammontare dell'EBITDA che verrà conseguito da Cheleo S.r.l. nell'esercizio 2019.

Laserline S.p.A., Bruno Roma, Nicoletta Ider e Flavio Minari (le cui partecipazioni sono complessivamente rappresentative del 95% del capitale Cheleo S.r.l.) sottoscriveranno un accordo di non concorrenza della durata di tre anni.

Stante quanto indicato, alla data della presente relazione non è possibile definire con precisione quale sarà il prezzo che verrà complessivamente corrisposto da TXT e – solutions S.p.A. ai soci di Cheleo S.r.l.. Ciò considerato, l'opinione richiesta verrà espressa prendendo a riferimento il prezzo di trasferimento provvisoriamente concordato tra le parti (il quale, come già scritto, è pari a circa Euro 10.000 mila).

Tutte le informazioni utilizzate per lo svolgimento dell'incarico, salvo che sia diversamente indicato nel presente documento, sono state fornite dal management di TXT e – solutions S.p.A.. Su tali informazioni non sono state condotte verifiche, assumendone la correttezza, completezza e coerenza con le finalità dell'incarico assunto.

La presente relazione espone i principi e i metodi utilizzati nelle stime, nonché le condizioni che le qualificano. Espone, inoltre, le conclusioni cui siamo pervenuti. La data di riferimento delle analisi valutative è il 31 dicembre 2017 (⁵).

⁵ Si tratta della data cui si riferiscono i saldi patrimoniali da cui muove il piano di Cheleo S.r.l.

2. Principali documenti considerati

Ai fini dello svolgimento dell'incarico, abbiamo fatto riferimento alle informazioni desumibili, in particolare, da quanto segue:

- bilancio di Cheleo S.r.l. relativo all'esercizio 2017 ⁽⁶⁾;
- situazione patrimoniale di Cheleo S.r.l. al 16 giugno 2018;
- conto economico di Cheleo S.r.l. relativo al periodo 1° gennaio 2018 – 31 maggio 2018;
- piano di Cheleo S.r.l. relativo al periodo 1° gennaio 2018 – 31 dicembre 2020, elaborato dal management di TXT e – solutions S.p.A. sulla base delle informazioni fornite da quello della predetta società;
- presentazione di Cheleo S.r.l. intitolata “Cheleo S.r.l. – Banking & Finance”, del 10 maggio 2018;
- presentazione di TXT e – solutions S.p.A. intitolata “Cheleo – Informazioni e Valutazioni Preliminari”, del maggio 2018;
- lettera di intenti relativa alla transazione di cui si discute, del 21 giugno 2018;
- comunicato stampa di TXT e – solutions S.p.A. intitolato “TXT e – solutions nei settori FinTech e NPL – Firmata lettera di intenti per l'acquisizione del 100% della innovativa Cheleo – Operazione condizionata a due diligence e approvazioni interne previste entro il 31 luglio 2018”, diffuso in data 22 giugno 2018;
- elaborato intitolato “Memo informazioni aggiuntive Cheleo”, del 6 luglio 2018;
- report di Alantra Capital Markets S.V. S.A. intitolato “Italian Tech & Services – Sector report”, del 7 giugno 2018;
- report di Klecha & Co. Ltd. intitolato “TAS Group – The Italian FinTech job”, del 14 maggio 2018;
- alcuni database di natura finanziaria, tra i quali, in particolare, i seguenti: a) Infront Analytics; b) Mergermarket; c) Zephyr; d) Thomson Reuters Eikon.

⁶ Redatto in base ai principi contabili nazionali.

3. Cheleo S.r.l.

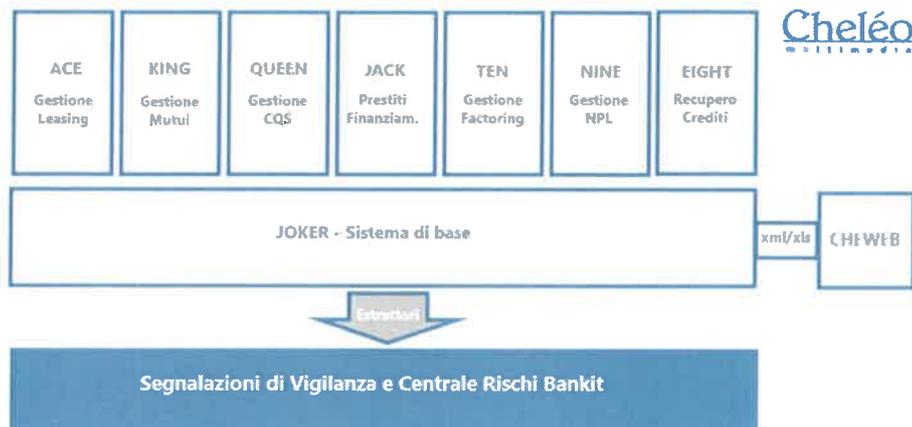
3.1 L'attività svolta dalla società

Cheleo S.r.l. sviluppa applicazioni software destinate alle imprese attive nel settore finanziario.

Negli anni la società ha sviluppato una suite di applicazioni software indipendenti l'una dalle altre, ma che nel contempo sono tra loro integrate per il tramite del sistema di base. La suddetta suite si compone, in particolare, delle seguenti applicazioni software (Figura 1):

- ACE (leasing);
- KING (mutui);
- QUEEN (cessione del quinto);
- JACK (finanziamenti e prestiti personali);
- TEN (factoring);
- NINE (crediti deteriorati);
- EIGHT (recupero crediti);
- JOCKER (sistema di base).

Figura 1: La suite Cheleo



Fonte: presentazione di Cheleo S.r.l. intitolata "Cheleo S.r.l. – Banking & Finance" del 10 maggio 2018

Cheleo S.r.l. offre ai propri clienti anche servizi di facility management e application management.

In base a quanto riferitoci, Bruno Roma e Flavio Minari rivestono un ruolo chiave nella gestione della società. Infatti, oltre ad essere soci di Cheleo S.r.l., hanno la responsabilità, rispettivamente, dell'area produttiva e di quella commerciale.

La forza lavoro della società si compone di una trentina di persone (tra dipendenti e consulenti).

3.2 La consistenza patrimoniale al 31 dicembre 2017

Nella Tabella 2 sono rappresentate le principali voci dello stato patrimoniale di Cheleo S.r.l. al 31 dicembre 2017.

Tabella 2: Lo stato patrimoniale al 31 dicembre 2017

	31/12/2017
Immobilizzazioni immateriali	156.169
Immobilizzazioni materiali	53.090
Immobilizzazioni finanziarie	200.000
Immobilizzazioni	409.259
Rimanenze	129.925
Crediti	1.123.599
Attività finanziarie che non costituiscono immobilizzazioni	100.000
Disponibilità liquide	1.654.384
Attivo circolante	3.007.908
Ratei e risconti	4.324
Totale attivo	3.421.491
Patrimonio netto	2.533.061
Fondi per rischi ed oneri	200.000
Trattamento di fine rapporto di lavoro subordinato	297.404
Debiti	385.742
Ratei e risconti	5.284
Totale passivo	3.421.491

Euro

Fonte: I dati contenuti nella tabella sono stati desunti dal bilancio dell'esercizio 2017

Dall'analisi del bilancio di Cheleo S.r.l. al 31 dicembre 2017, si desume, tra le altre cose, quanto segue:

- il totale dell'attivo ammonta a circa Euro 3.421 mila. Lo stesso è in larga parte rappresentato da disponibilità liquide (pari a circa Euro 1.654 mila) e da crediti verso clienti esigibili entro l'esercizio successivo (pari a circa Euro 1.022 mila);
- il patrimonio netto è pari a Euro 2.533 mila;
- la posizione finanziaria netta è positiva e pari a circa Euro 1.754 mila. La società non ha debiti finanziari.

3.3 I risultati conseguiti nel corso dell'esercizio 2017

Nella Tabella 3 sono rappresentate le principali voci del conto economico relativo all'esercizio 2017.

Tabella 3: Il conto economico dell'esercizio 2017

	2017
Valore della produzione	3.035.073
Costi della produzione	1.949.958
Differenza tra valore e costi della produzione	1.085.115
Proventi e oneri finanziari	22.294
Risultato prima delle imposte	1.107.409
Imposte	294.062
Utile (perdita) dell'esercizio	813.347

Euro

Fonte: I dati contenuti nella tabella sono stati desunti dal bilancio dell'esercizio 2017

Dall'analisi del bilancio di Cheleo S.r.l. al 31 dicembre 2017, si desume, tra le altre cose, quanto segue:

- i ricavi delle vendite e delle prestazioni di servizi sono pari a circa Euro 2.748 mila;
- il valore della produzione è pari a circa Euro 3.035 mila;
- il margine operativo lordo è pari a circa Euro 1.176 mila;
- la differenza tra valore e costi della produzione è pari a circa Euro 1.085 mila;
- il risultato netto è pari a circa Euro 813 mila.

Nei primi mesi dell'esercizio 2018 la società ha conseguito dei risultati in linea con quelli previsti.

4. Premesse di metodo

4.1 Il valore di mercato

In base ai Principi Italiani di Valutazione, *«Il valore di mercato di un'attività reale o finanziaria (o di un'entità aziendale) o di una passività è il prezzo al quale verosimilmente la medesima potrebbe essere negoziata, alla data di riferimento dopo un appropriato periodo di commercializzazione, fra soggetti indipendenti e motivati che operano in modo informato, prudente, senza essere esposti a particolari pressioni (obblighi a comprare o a vendere).»* ⁽⁷⁾. Ciò detto, secondo i suddetti principi, *«Il valore di mercato dei PIV coincide con il market value degli IVS* ⁽⁸⁾.

Il valore di mercato esprime il miglior prezzo ragionevolmente realizzabile dal venditore ed il prezzo più vantaggioso ragionevolmente realizzabile dall'acquirente. Il prezzo esclude qualunque circostanza speciale quali ad esempio, finanziamenti atipici all'acquirente, accordi di vendita e rilocalizzazione da parte del venditore, concessioni speciali garantite da soggetti interessati alla vendita o qualsiasi elemento di valore speciale.

Il valore di mercato riflette il massimo e miglior uso dell'attività. Il massimo e miglior uso può essere l'uso corrente dell'attività o un uso alternativo. Ciò in quanto i partecipanti al mercato considererebbero il massimo e miglior uso dell'attività a prescindere dalle attuali condizioni d'uso dell'attività stessa. Nell'adottare la prospettiva dei partecipanti al mercato, nel caso in cui l'uso corrente dell'attività non sia il massimo e miglior uso è necessario considerare che il prezzo rifletterebbe anche i costi di conversione d'uso dell'attività. Il valore di mercato deve riflettere le aspettative correnti dei partecipanti al mercato in merito al massimo e miglior uso, piuttosto che ipotetiche aspettative (di riconversione d'uso) che non si può dimostrare esistano alla data di riferimento della valutazione.

⁷ Principio I.6.3.

⁸ International Valuation Standards, emanati dall'IVSC.

Il valore di mercato prevede che la vendita del bene avvenga dopo un periodo di commercializzazione (che si presuppone sia precedente alla data della valutazione) adeguato a portare all'attenzione di un sufficiente numero di partecipanti al mercato la vendita del bene e consentire così una formazione di un prezzo che esprima l'interesse del maggior numero di partecipanti al mercato.

Il valore di mercato non postula la razionalità dei prezzi fatti. Il valore di mercato è una stima "point in time" ancorata alle specifiche condizioni di mercato alla data della valutazione. I mercati raramente operano in condizioni di costante equilibrio fra domanda e offerta e di volumi di scambi, a causa di molte possibili imperfezioni. Le più comuni imperfezioni includono: carenze di offerta, improvvisi aumenti o diminuzioni di domanda, asimmetrie di informazioni fra partecipanti al mercato, costi di transazione, costi di informazione, costi di mantenimento della posizione (holding costs). A causa di tali imperfezioni, i mercati aggiustano i prezzi per riflettere le specifiche condizioni che hanno generato lo squilibrio. La stima del valore di mercato, ovvero del prezzo più probabile sul mercato alla data di valutazione, deve riflettere le specifiche condizioni nel mercato di riferimento dell'attività alla data di valutazione e non invece un prezzo aggiustato o smorzato sulla base di un possibile futuro ristoro di condizioni di equilibrio. Il mercato di riferimento per l'attività o la passività oggetto di valutazione è il mercato nel quale l'attività è normalmente scambiata alla data di valutazione e al quale la maggior parte dei partecipanti al mercato e l'attuale proprietario (o obbligato) hanno accesso. Infatti per potere esercitare un effetto sul prezzo dell'attività i partecipanti al mercato devono poter avere accesso al mercato ed il numero dei partecipanti al mercato influenza il prezzo che si forma sul mercato alla data di valutazione.

Il mercato di riferimento presuppone che gli operatori agiscano in modo informato, prudente e razionale. Ciò presuppone che gli operatori non operino di impulso ma che usino tutta l'informazione disponibile per cercare il prezzo più favorevole per le loro rispettive posizioni alla data della valutazione. La prudenza si riferisce ad un uso consapevole dell'informazione alla data della valutazione e non invece alla scelta di comprare o vendere. Così ad esempio non può dirsi imprudente un venditore che ceda l'attività in un mercato che registra prezzi in discesa. A prescindere dal trend di mercato,

il venditore motivato usa consapevolmente tutta l'informazione disponibile per realizzare il miglior prezzo alla data della valutazione, date le condizioni di mercato a quella data. Se il mercato è turbolento e soggetto a spinte non razionali, la stima del valore di mercato diviene più complessa ed è ancorata in modo molto stretto alla data di riferimento; inoltre possono verificarsi scostamenti anche rilevanti dal valore intrinseco. Sono perciò configurabili anche valori di mercato attesi per scadenze più lontane, in uno scenario modificato, e dunque più vicini al valore intrinseco. È quanto si verifica ad esempio con i target price indicati nelle equity research degli analisti. I target price sono infatti stime di prezzi che si potranno formare sul mercato in un predefinito orizzonte temporale, al verificarsi di certi eventi o alla condivisione di altri partecipanti al mercato di talune assumption che non sono ancora apprezzate nei prezzi correnti.»⁹).

4.1.1 Gli input nella stima del valore di mercato

In astratto, la stima del valore di mercato di un'attività dovrebbe essere predisposta assumendo la prospettiva del generico partecipante al mercato, facendo riferimento:

- a input desunti dai dati di mercato; o
- in assenza di questi ultimi, a input sviluppati attraverso la rielaborazione delle informazioni disponibili circa le assunzioni che i partecipanti al mercato formulerebbero.

Più in generale, è possibile immaginare una vera e propria gerarchia tra i diversi input:

- *input di primo livello*: sono rappresentati dai prezzi negoziati in un mercato attivo per attività identiche a quella oggetto di stima;
- *input di secondo livello*: si tratta di input che possono essere osservati alternativamente:
 - in modo diretto: si tratta di prezzi;
 - in modo indiretto: sono derivati dai prezzi.

In sostanza tra gli input di secondo livello rientrano:

⁹ Commento al principio I.6.3.

- prezzi negoziati in mercati non attivi per attività identiche o simili a quella oggetto di stima;
- prezzi negoziati in mercati attivi per attività simili a quella oggetto di stima;
- input, diversi dai prezzi negoziati, osservabili con riferimento all'attività;
- input derivanti o avvalorati da dati di mercato.

Pertanto, tra gli input di secondo livello, rientrano non solo gli input direttamente osservabili nel mercato (prezzi relativi ad attività simili, ecc.) ma anche quelli che, pur non essendolo, sono derivati o avvalorati da dati di mercato. Prima di essere utilizzati, gli input di secondo livello potrebbero dover essere sottoposti a rettifiche che dipendono, per esempio:

- dal grado di comparabilità tra l'attività cui si riferiscono gli input e quella oggetto di stima;
 - dai volumi di attività registrati nei mercati dai quali gli input sono desunti.
- *input di terzo livello*: input che non sono basati su dati di mercato osservabili. Inutile dire che l'obiettivo della stima resta sempre determinare il valore di mercato dell'attività. Di conseguenza, è essenziale che gli input di terzo livello impiegati nella stessa, al pari di quelli del primo e del secondo, riflettano, per quanto possibile, le ipotesi che i partecipanti al mercato formulerebbero qualora dovessero prezzare l'attività.

4.1.2 Il valore di mercato delle partecipazioni nelle applicazioni professionali

In genere, nelle applicazioni professionali, il valore di mercato di una partecipazione viene stimato muovendo da uno dei seguenti approcci:

- sulla base dei prezzi negoziati di recente per quote del capitale dell'impresa cui si riferisce la partecipazione da stimare;
- sulla base dei multipli negoziati in transazioni comparabili;
- sulla base dei multipli di borsa di imprese comparabili a quella da stimare;
- con criteri di natura fondamentale;

- con altri criteri di volta in volta individuati.

Il *valore base* (stimato con un metodo relativo o assoluto) viene, quindi, se del caso, corretto attraverso l'applicazione di premi e / o sconti.

Premi e sconti non sono altro che la via attraverso la quale è possibile tradurre il valore base quantificato dall'esperto in un valore di mercato.

L'eventuale applicazione di premi e di sconti:

- dipende dal procedimento di valutazione adottato per la stima del valore base (metodo assoluto, relativo ecc.). Ogni metodo si caratterizza, infatti, per diverse premesse concettuali;
- dipende dall'oggetto della stima: una partecipazione di controllo, di maggioranza relativa, di minoranza, ecc.;
- va sempre contestualizzata, ossia è necessario tenere conto dei diritti (patrimoniali e non) spettanti al titolare della partecipazione.

4.2 Il modello finanziario

In base al modello finanziario il valore dell'impresa è funzione, in particolare:

- dei flussi di cassa attesi;
- del profilo di incertezza dei suddetti flussi (da cui discende la misura del tasso di attualizzazione).

Il modello valutativo considerato può essere impiegato nelle seguenti varianti:

- asset side;
- equity side.

Se si adotta la prima delle due varianti indicate, il flusso rilevante è il Free Cash Flow From Operations (FCFO), ossia il flusso di cassa generato dalla gestione operativa. In questo caso, il processo valutativo prevede che si determini per prima cosa il valore delle attività dell'impresa (Enterprise value). Il valore del capitale dell'impresa (Equity value) viene, quindi, calcolato, sottraendo dall'Enterprise value il valore della posizione finanziaria netta alla data della valutazione.

Se si adotta la seconda delle due varianti indicate, il flusso rilevante è, invece, il Free Cash Flow to Equity (FCFE), ossia il flusso di cassa disponibile per l'azionista. In questo caso, il valore attuale dei flussi di cassa attesi rappresenta il valore del capitale dell'impresa (Figura 4).

Figura 4: Prospettiva asset side vs prospettiva equity side



Flussi e tassi devono, ovviamente, essere tra loro coerenti. Pertanto, ad esempio:

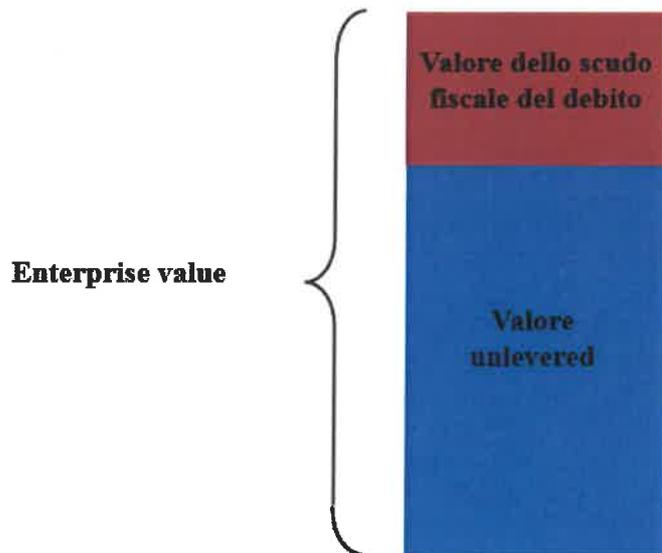
- la natura del tasso impiegato per attualizzare i flussi attesi dipende dalla variante del metodo concretamente utilizzata (asset side vs equity side);
- flussi reali vanno attualizzati con tassi reali. Invece, flussi nominali, con tassi anch'essi nominali;
- il tasso di attualizzazione deve essere coerente con il profilo di incertezza dei flussi attesi.

Ciò detto, ai fini delle analisi valutative illustrate nella presente relazione si è fatto riferimento, in particolare, al modello finanziario (nella variante asset side) applicato secondo l'approccio Adjusted Present Value (APV). In base al suddetto approccio, il valore delle attività di un'impresa è dato dalla somma di due componenti:

- il valore dell'impresa unlevered, ossia il valore dell'impresa nell'ipotesi in cui quest'ultima sia finanziata esclusivamente con capitale di rischio;

- il valore dello scudo fiscale del debito, ossia dei benefici fiscali connessi alla deducibilità degli oneri finanziari (Figura 5).

Figura 5: Le componenti elementari dell'Enterprise value



Pertanto, in base all'Adjusted Present Value, il valore delle attività dell'impresa è pari a:

$$EV = W(U) + W_d$$

Laddove:

EV = Enterprise value;

W(U) = Valore unlevered;

W_d = Valore dello scudo fiscale del debito.

Il valore del capitale dell'impresa viene, quindi, calcolato, coerentemente con qualsiasi altro criterio di valutazione asset side, sottraendo dall'Enterprise value il valore della posizione finanziaria netta alla data della valutazione.

5. Le analisi valutative

5.1 L'impianto della stima

TXT e – solutions S.p.A. intende acquistare le partecipazioni nel capitale di Cheleo S.r.l. di proprietà di Laserline S.p.A., Bruno Roma, Nicoletta Ider, Flavio Minari e Arcadia Information Technology Ltd.. Le suddette partecipazioni sono complessivamente rappresentative dell'intero capitale di Cheleo S.r.l.. Il prezzo di trasferimento complessivo delle suddette partecipazioni è stato provvisoriamente quantificato in misura pari a Euro 10.000 mila. Sotto il profilo metodologico, per verificare la congruità del corrispettivo stabilito fra le parti, è necessario confrontare lo stesso con il valore di mercato ⁽¹⁰⁾ della partecipazione rappresentativa dell'intero capitale di Cheleo S.r.l..

Ai fini della definizione dell'impianto della stima, va considerato, in particolare, quanto segue:

- Laserline S.p.A. è attualmente proprietaria di una partecipazione rappresentativa del 60% del capitale di Cheleo S.r.l.. La stessa è stata acquistata nel corso del 2017 in due tranches. Più precisamente, nel mese di giugno del 2017, Laserline S.p.A. ha acquistato una partecipazione rappresentativa del 30% del capitale della predetta società. La parte residua è stata, invece, acquistata nel mese di dicembre del 2017. In base a quanto riferitoci:
 - le due transazioni sono tra loro completamente indipendenti. Quindi, Laserline S.p.A. ha acquistato la prima delle due partecipazioni nel capitale di Cheleo S.r.l. (rappresentativa del 30% dello stesso e, pertanto, di minoranza), senza avere la certezza di poter entrare in possesso della seconda (grazie alla quale è diventata il socio di maggioranza della società). Le predette partecipazioni sono state trasferite al medesimo prezzo;

¹⁰ Si veda, a questo proposito, il paragrafo 4.1 "Il valore di mercato".

- il valore di Cheleo S.r.l. a partire dal quale sono state definite le condizioni economiche delle predette transazioni, è stato quantificato nei primi mesi del 2016. Da allora, la società ha sviluppato nuove applicazioni software, ha acquisito nuovi clienti e ha rafforzato la propria forza lavoro;
- nell’ambito delle transazioni di cui si discute non erano stati previsti, a tutela del compratore, né accordi di non concorrenza, né meccanismi volti a far sì che Bruno Roma e Flavio Minari continuassero a collaborare con Cheleo S.r.l. (come già scritto, essi rivestono un ruolo chiave nella gestione di quest’ultima). Tali tutele ⁽¹¹⁾ sono, invece, state previste nell’ambito della transazione oggetto del presente parere (ovviamente, esse hanno un valore economico);
- in passato, anche altri soggetti avevano manifestato il loro interesse ad entrare nel capitale di Cheleo S.r.l.. Laserline S.p.A. ha avuto la meglio non tanto per le condizioni economiche offerte, quanto, piuttosto, per il progetto imprenditoriale proposto.

Stante quanto indicato, le condizioni economiche negoziate nelle due transazioni di cui si è detto non possono essere prese a riferimento per le finalità che qui rilevano;

- non è possibile identificare un campione di transazioni recenti realmente comparabili da assumere come benchmark;
- non è possibile identificare un campione di società quotate realmente comparabili da assumere come benchmark;
- disponiamo del piano di Cheleo S.r.l. relativo al periodo 1° gennaio 2018 – 31 dicembre 2020. Lo stesso è stato sviluppato dal management di TXT e – solutions S.p.A., assumendo una prospettiva stand alone, muovendo dalle informazioni che sono state fornite allo stesso dal management di Cheleo S.r.l.. Coerentemente con quanto spiegato nel Capitolo 4. “Premesse di metodo”, il suddetto piano può essere utilizzato per stimare il valore della società e, quindi, di conseguenza, il valore base della partecipazione, con un criterio di natura fondamentale;

¹¹ Tutele come quelle indicate sono largamente diffuse nella prassi.

- secondo il management di TXT e – solutions S.p.A., l'aggregazione tra quest'ultima e Cheleo S.r.l. produrrà, in prospettiva, dei benefici in capo ad entrambe le società. Ad esempio, TXT e – solutions S.p.A., facendo leva sul patrimonio di competenze tecniche e di relazioni che fa capo a Cheleo S.r.l., potrà rafforzare le proprie attività nel settore banking & finance (allargamento della base clienti, estensione dell'offerta, ecc.). Invece, Cheleo S.r.l., potrà senza ombra di dubbio beneficiare del fatto di appartenere ad un grande gruppo quotato che può vantare un'esperienza ventennale nel settore finanziario e solide relazioni con le principali imprese attive nello stesso. Ciò detto, il management di TXT e – solutions S.p.A. non ha proceduto ad una quantificazione delle sinergie attese dall'operazione di aggregazione.

Alla luce di quanto indicato in precedenza, coerentemente con quanto spiegato nel Capitolo 4. "Premesse di metodo", abbiamo deciso di stimare il valore di mercato della partecipazione rappresentativa dell'intero capitale di Cheleo S.r.l. come segue:

- per prima cosa è stato stimato il valore di Cheleo S.r.l. con il modello finanziario, muovendo dal piano predisposto dal management di TXT e – solutions S.p.A.;
- considerato che la partecipazione oggetto di stima è rappresentativa dell'intero capitale di Cheleo S.r.l., il valore base della stessa è stato assunto pari al valore stimato come indicato al punto precedente; e
- per le ragioni descritte nel seguito, il valore di mercato della partecipazione di cui si discute è stato assunto pari al suo valore base.

Nei paragrafi che seguono illustreremo le elaborazioni svolte.

5.2 La valutazione di Cheleo S.r.l. con il modello finanziario

Il valore di Cheleo S.r.l. è stato stimato con il modello finanziario (nella variante asset side) applicato secondo l'approccio Adjusted Present Value. Ciò detto, l'Enterprise value è pari alla somma di:

- valore unlevered dell'attività operativa che fa capo alla predetta società;

- valore dello scudo fiscale del debito, ossia dei benefici fiscali connessi alla deducibilità degli oneri finanziari.

Come già scritto, al 31 dicembre 2017 (data di riferimento delle analisi valutative) Cheleo S.r.l. presentava una posizione finanziaria netta attiva. Pertanto, l'Equity value della predetta società è stato calcolato aggiungendo all'Enterprise value il valore di quest'ultima (decurtato di quello delle poste patrimoniali assimilabili a debiti finanziari).

5.2.1 Il valore unlevered

Il valore unlevered dell'attività operativa che fa capo a Cheleo S.r.l., è pari alla somma di quanto segue:

- valore attuale dei flussi di cassa operativi netti attesi nell'orizzonte temporale coperto dal piano;
- valore attuale dei flussi di cassa operativi netti ottenibili in perpetuo dall'anno successivo all'ultimo anno di previsione analitica.

La formula adottata è la seguente:

$$W(U) = \sum_{t=1}^n \frac{FCFO_t}{(1 + Ke(U))^t} + \frac{\overline{FCFO}}{Ke(U) (1 + Ke(U))^n}$$

I simboli impiegati nella formula hanno il seguente significato:

$W(U)$ = Valore unlevered;

$FCFO_t$ = Flusso di cassa operativo netto dedotto dai dati di piano;

\overline{FCFO} = Flusso di cassa operativo netto medio normale ottenibile in perpetuo dall'anno successivo all'ultimo anno di previsione analitica;

$Ke(U)$ = Costo del capitale di rischio unlevered.

5.2.1.1 I flussi di cassa operativi netti attesi nel periodo di previsione analitica

I flussi di cassa operativi netti attesi nel periodo di previsione analitica sono stati dedotti dai dati di piano e quantificati secondo lo schema rappresentato nella Figura 6.

Figura 6: Lo schema di calcolo dei flussi di cassa operativi netti

+	EBITDA
±	Variazione del circolante
±	Variazioni fondi
±	Investimenti netti
-	Imposte sul risultato operativo
<hr/>	
=	FCFO (Flusso di cassa operativo netto)

5.2.1.2 Il flusso di cassa operativo netto medio normale ottenibile in perpetuo dall'anno successivo all'ultimo anno di previsione analitica

Il flusso di cassa operativo netto medio normale ottenibile in perpetuo dall'anno successivo all'ultimo anno di previsione analitica, è stato stimato in base alle seguenti principali assunzioni:

- è stato assunto uno scenario steady state (nel quale, stante l'ipotesi di assenza di crescita, l'FCFO coincide con il risultato operativo al netto delle imposte (NOPAT));
- tenuto conto, in particolare, di quanto segue:
 - la dinamica attesa dei risultati previsti nel piano;
 - la dimensione contenuta di Cheleo S.r.l.;
 - del fatto che Bruno Roma e Flavio Minari rivestono un ruolo chiave nella gestione della società;

l'EBITDA medio normale è stato assunto pari alla media dell'EBITDA conseguito nell'esercizio 2017 e di quelli che si prevede di conseguire nell'orizzonte di piano;

- gli investimenti sono rappresentativi del livello di risorse che, in base a quanto riferitoci dal management di TXT e – solutions S.p.A., dovranno ragionevolmente essere investite annualmente per preservare l'operatività della struttura aziendale che fa capo a Cheleo S.r.l.;
- la variazione di circolante è stata assunta nulla.

5.2.1.3 Il costo del capitale di rischio unlevered

Il costo del capitale di rischio unlevered è stato determinato in base alla formula del Capital Asset Pricing Model (CAPM), integrata per tenere conto di fattori di rischio specifici cui sono esposti i flussi attesi:

$$Ke(U) = r_f + \beta(U)(r_m - r_f) + r_p$$

Laddove:

$Ke(U)$ = Costo del capitale di rischio unlevered;

r_f = Tasso risk free;

$\beta(U)$ = Beta unlevered;

$(r_m - r_f)$ = Equity risk premium;

r_p = Premio per il rischio paese.

Tasso risk free

Com'è noto, gli attuali tassi di mercato sono scarsamente significativi. Ciò, a causa dei massicci interventi delle principali banche centrali finalizzati a stabilizzare i mercati finanziari e a favorire la crescita economica. Alla luce di quanto indicato, il tasso risk free è stato quantificato attraverso un criterio di natura fondamentale, in misura pari alla somma di:

- tasso risk free reale medio normale;

- tasso di inflazione medio normale (¹²).

Beta unlevered

Nel contesto delle valutazioni d'azienda, il beta è un indicatore dell'esposizione (nel lungo termine) dell'attività oggetto della stima all'andamento generale dell'economia (di cui i rendimenti del portafoglio di mercato vengono assunti come proxy).

In genere il beta unlevered viene stimato muovendo dai beta levered di un campione di società quotate appartenenti al settore considerato.

I beta rilevati sul mercato sono influenzati, oltre che dal rischio operativo, anche dal rischio finanziario dato dai differenti rapporti di indebitamento delle società considerate. Per tale ragione i beta levered sono trasformati in beta unlevered, ossia in coefficienti espressivi del rischio delle azioni della stessa impresa in ipotesi di assenza di indebitamento. In genere, i beta unlevered vengono quantificati in base alla c.d. formula di Hamada:

$$\text{Beta unlevered} = \text{Beta levered} / [1 + (1 - t_c) D/E]$$

Laddove:

D/E = Rapporto d'indebitamento;

t_c = Aliquota d'imposta.

In presenza di una posizione finanziaria netta attiva, ossia quando le attività liquide superano l'ammontare dei debiti finanziari, la misura del beta rilevato sul mercato sottostima il beta del business (beta unlevered). Infatti, il beta rilevato sul mercato dovrebbe corrispondere alla media ponderata del beta della liquidità (per definizione pari a zero) e del beta unlevered. Ciò considerato, in presenza di una posizione finanziaria netta attiva il beta unlevered è pari a:

¹² Entrambi stimati assumendo una prospettiva di lungo termine.

$$\text{Beta unlevered} = \frac{\text{Beta levered}}{\frac{(E - L)}{E}}$$

Laddove:

E = Capitalizzazione di borsa;

L = Liquidità netta.

Nel caso specifico, il beta unlevered è stato quantificato tenendo conto, in particolare, di quanto segue:

- delle caratteristiche del settore in cui opera Cheleo S.r.l.;
- dei beta rilevati con riferimento ad un campione di società quotate che, pur non essendo realmente comparabili a Cheleo S.r.l., sono riconducibili al settore in cui la stessa opera;
- del fatto che il beta va calcolato assumendo una prospettiva di lungo termine.

Equity risk premium

È stato quantificato sulla base di quanto indicato dai principali studi aventi ad oggetto la misurazione del premio per il rischio di mercato, nonché della prassi valutativa.

Premio per il rischio paese

Cheleo S.r.l. opera unicamente in Italia. Ciò detto, nell'ambito della stima del costo del capitale di rischio unlevered, si è tenuto conto anche di un premio per il rischio paese. Lo stesso è stato quantificato muovendo dalla differenza tra il rendimento dei titoli di stato italiani e tedeschi a lungo termine.

5.2.2 Il valore dello scudo fiscale del debito

Al 31 dicembre 2017, Cheleo S.r.l. presenta una posizione finanziaria netta attiva. Stante i risultati previsti nel piano, la predetta società, negli anni a venire, non avrà bisogno di contrarre debiti finanziari. Ciò considerato il valore dello scudo fiscale del debito è stato assunto nullo.

5.2.3 I risultati delle analisi valutative

I risultati dei processi valutativi, così come accade per diverse altre categorie di misure aziendali, sono inevitabilmente approssimati, in quanto l'approssimazione è connaturata al tipo di misura. Le approssimazioni nascono sia dalle ipotesi (sulle quali si costruiscono modelli e metodi ammessi, ma più o meno in grado di approssimare la realtà), sia dagli assunti (che semplificano i problemi e perciò, pur rendendoli di più agevole soluzione, ne rendono le conclusioni meno prossime alla realtà), sia e forse ancor più dagli input (cioè dai dati e dalle informazioni immessi nei modelli e nei metodi). Non deve trarre in inganno il fatto che talvolta i risultati vengano espressi in modo "puntuale". Infatti, in genere, questa modalità di rappresentazione omette un'informazione utile, cioè il fatto che essa contiene pur sempre (anche se non dichiarato) un qualche grado d'approssimazione. Da ciò il frequente ricorso, nell'enunciazione dei risultati di una stima, ad intervalli, entro i quali ogni grandezza è giudicata dall'esperto accettabile. Ovviamente, l'intervallo non dev'essere troppo ampio: per non aprire a dismisura la discrezionalità delle scelte, pena la povera qualità del risultato che viene rappresentato. Nel caso specifico qui considerato, abbiamo assunto una percentuale di variazione (in aumento e in diminuzione) del valore puntuale stimato secondo quanto descritto in precedenza pari al 10% (che sconta un grado di approssimazione di buona accettabilità). Come già scritto, ognuno dei valori compresi entro l'intervallo determinato può essere considerato accettabile.

5.3 Il valore base della partecipazione

Considerato che la partecipazione oggetto di stima è rappresentativa dell'intero capitale di Cheleo S.r.l., il valore base della stessa è stato assunto pari al valore stimato secondo le logiche illustrate nei paragrafi che precedono.

5.4 Dal valore base della partecipazione al valore di mercato della stessa

In astratto il valore di mercato di una partecipazione potrebbe tenere conto anche di eventuali premi e / o sconti. Più precisamente, nel caso di una partecipazione di controllo, il valore stimato con un modello valutativo di natura fondamentale potrebbe, ad esempio, essere integrato con un premio volto a tenere in considerazione l'ammontare delle sinergie che, in astratto, potrebbe essere incorporato nel prezzo negoziato tra le parti nell'ambito di una ipotetica transazione avente ad oggetto la partecipazione di cui si tratta. Ciò detto, nel caso qui considerato, tenuto conto, in particolare:

- del fatto che non sono disponibili informazioni attendibili in merito alla natura e al valore delle sinergie che un generico partecipante al mercato potrebbe realizzare attraverso un'eventuale aggregazione;
- del fatto che non si dispone di riferimenti sufficientemente affidabili in merito all'ammontare delle eventuali sinergie che potrebbe essere incorporato nel prezzo negoziato tra le parti nell'ambito di una ipotetica transazione avente ad oggetto la partecipazione di cui si tratta;

il valore di mercato della partecipazione oggetto di stima è stato assunto pari al suo valore base.

Come già scritto, non è possibile identificare un campione:

- di transazioni recenti realmente comparabili da assumere come benchmark;
- di società quotate realmente comparabili da assumere come benchmark;

Ciò detto:

- i multipli negoziati in transazioni aventi ad oggetto imprese attive nello stesso macro – settore in cui opera Cheleo S.r.l.;

- i multipli impliciti nelle quotazioni di borsa delle azioni di imprese attive nello stesso macro – settore in cui opera la predetta società;
esprimono misure di valore non incoerenti con quelle ottenute attraverso il processo valutativo descritto in precedenza.

6. Conclusioni

TXT e – solutions S.p.A. intende acquistare le partecipazioni nel capitale di Cheleo S.r.l. di proprietà di Laserline S.p.A., Bruno Roma, Nicoletta Ider, Flavio Minari e Arcadia Information Technology Ltd. Le suddette partecipazioni sono complessivamente rappresentative dell'intero capitale di Cheleo S.r.l.. Attualmente, il socio di maggioranza di Cheleo S.r.l. è Laserline S.p.A., la quale è proprietaria di una partecipazione rappresentativa del 60% del capitale della predetta società. Laserline S.p.A. è anche il socio di maggioranza relativa di TXT e – solutions S.p.A. (della quale detiene circa il 25,62% del capitale). Peraltro, il controllo della suddetta società fa capo ad Enrico Magni, il quale ricopre la carica di amministratore delegato di TXT e – solutions S.p.A.. La transazione considerata si configura, quindi, come un'operazione tra parti correlate. Stante quanto indicato, il comitato operazioni con parti correlate di TXT e – solutions S.p.A. ci ha chiesto di esprimere un'opinione indipendente in merito alla congruità del prezzo che verrà complessivamente corrisposto agli attuali soci di Cheleo S.r.l., a fronte dell'acquisto delle partecipazioni in quest'ultima che fanno capo agli stessi.

Per le ragioni descritte nel Capitolo 1. "Oggetto dell'incarico", alla data della presente relazione non è possibile definire con precisione quale sarà il prezzo che verrà complessivamente corrisposto da TXT e – solutions S.p.A. ai soci di Cheleo S.r.l.. Ciò considerato, l'opinione richiesta non può che essere espressa prendendo a riferimento il prezzo provvisoriamente concordato tra le parti, che è pari a **Euro 10.000 mila**.

Sotto il profilo metodologico, al fine di verificare la congruità del suddetto corrispettivo, è necessario confrontare lo stesso con il valore di mercato della partecipazione rappresentativa dell'intero capitale di Cheleo S.r.l..

In conclusione, sulla base delle analisi valutative svolte, riteniamo che il prezzo delle partecipazioni oggetto di trasferimento (rappresentative dell'intero capitale di Cheleo S.r.l.) provvisoriamente concordato tra le parti, sia congruo.

Prof. Cesare Conti



Prof. Marco Villani

