RELAZIONE

ex art. 2501 sexies, c.c.

sulla congruità del rapporto di cambio

nella fusione per incorporazione di

Archimede S.p.A. in Net Insurance S.p.A.

Settembre 2018

PROF. GIOVANNI FIORI
ORDINARIO DI ECONOMIA AZIENDALE
NELL'UNIVERSITÀ LUISS GUIDO CARLI DI ROMA

INDICE

1. OGGETTO DELL'INCARICO 3
2. IPOTESI E LIMITI DELLO SVOLGIMENTO DELL'INCARICO 5
3. INFORMAZIONI E DOCUMENTI UTILIZZATI 6
4. SINTESI DELL'OPERAZIONE 7
   4.1. OBIETTIVI STRATEGICI DELL'OPERAZIONE 8
   4.2. CARATTERISTICHE DELLE SOCIETÀ PARTECIPANTI 8
   4.3. RAPPORTI DI CAMBIO AL SERVIZIO DELLA FUSIONE 9
   4.4. DECORRENZA DELLA FUSIONE 10
5. METODI DI VALUTAZIONE ADOTTATI PER LA DETERMINAZIONE DEL RAPPORTO DI CAMBIO 12
   5.1. PREMESSA 12
   5.2. I METODI DI VALUTAZIONE ADOTTATI DAL C.D.A. DI NET INSURANCE 12
   5.3. I METODI DI VALUTAZIONE ADOTTATI DAL C.D.A. DI ARCHIMEDE 15
6. LIMITAZIONI E PRINCIPALI DIFFICOLTÀ DI VALUTAZIONE RISCONTRATE DAI CONSIGLI DI AMMINISTRAZIONE DELLE SOCIETÀ 18
   6.1. LIMITAZIONI E PRINCIPALI DIFFICOLTÀ DI VALUTAZIONE RISCONTRATE DAL CDA DI NET INSURANCE 18
   6.2. LIMITAZIONI E PRINCIPALI DIFFICOLTÀ DI VALUTAZIONE RISCONTRATE DAL CDA DI ARCHIMEDE 18
7. RISULTATI EMERSI DALLE VALUTAZIONI DEI CONSIGLI DI AMMINISTRAZIONE DELLE SOCIETÀ 20
8. IL GIUDIZIO SULL'ADEGUATEZZA DEL METODO DI DETERMINAZIONE DEL RAPPORTO DI CAMBIO 21
   8.1. IL LAVORO SVOLTO 21
   8.2. CONSIDERAZIONI SULL'ADEGUATEZZA DEL METODO ADOTTATO DAI CONSIGLI DI AMMINISTRAZIONE PER LA DETERMINAZIONE DEL RAPPORTO DI CAMBIO 21
9. CONCLUSIONI 26

LP

1. Oggetto dell'incarico

Il sottoscritto Prof. Giovanni Fiori, Ordinario di Economia Aziendale presso l'Università Luiss Guido Carli di Roma, iscritto all'Albo dei Dottori Commercialisti di Roma, Rieti, Civitavecchia e Velletri al n. 4366, e nel Registro dei Revisori Legali, con D.M. 12.04.1995 pubblicato sulla G.U. del 21.04.1995, supplemento n. 31/bis 4^ serie speciale, con studio in Roma, Via Paisiello 24, è stato nominato dal Tribunale di Roma, Sezione Feriale Autonoma Imprese 1^ e 2^, con provvedimento dell'1.08.2018, quale esperto comune per le società Net Insurance S.p.A. (nel seguito anche "Net", "NI" o "Incorporante") e Archimede S.p.A. (nel seguito anche "Archimede" o "Incorporata" e, insieme a NI, le "Società"), per la redazione della relazione sulla congruità del rapporto di cambio tra le azioni NI e Archimede (nel seguito anche "Relazione") ai sensi dell'art. 2501 sexies c.c.

Tutto ciò nell'ambito della fusione inversa di Archimede in Net Insurance (di seguito la "Fusione"), più ampiamente descritta nel corpo del presente documento.

Come noto, l'art. 2501 sexies, ai cc. 1 e 2, richiede che:

> "*Uno o più esperti per ciascuna società redigono (1) una relazione sulla congruità del rapporto di cambio delle azioni o delle quote, che indichi:*
>
> > *a) il metodo o i metodi seguiti per la determinazione del rapporto di cambio proposto e i valori risultanti dall'applicazione di ciascuno di essi;*
> >
> > *b) le eventuali difficoltà di valutazione.*
>
> *La relazione deve contenere, inoltre, un parere sull'adeguatezza del metodo o dei metodi seguiti per la determinazione del rapporto di cambio e sull'importanza relativa attribuita a ciascuno di essi nella determinazione del valore adottato*".

La presente Relazione, dunque, ha la finalità di illustrare i metodi adottati dai C.d.A. delle Società per la determinazione del rapporto di cambio, le eventuali difficoltà da essi incontrate, nonché di presentare un giudizio sull'adeguatezza di detti metodi e sulla loro corretta applicazione.

Nel seguito, dunque, dopo l'illustrazione delle ipotesi sottostanti l'incarico ricevuto (par. 2) e la sintesi della documentazione utilizzata (par. 3), verranno:

- indicati gli elementi fondamentali dell'operazione di Fusione, per come prospettata dai C.d.A. delle Società (par. 4);
- presentati i metodi di valutazione adottati dai due organi amministrativi e verranno riportate le limitazioni e le principali difficoltà dagli stessi riscontrati nel processo valutativo (parr. 5, 6 e 7);
- presentate le considerazioni del sottoscritto circa i metodi di cui sopra al fine dell'espressione di un giudizio sull'adeguatezza di detti metodi e sulla loro corretta applicazione (par. 8).

2. *Ipotesi e limiti dello svolgimento dell'incarico*

Il lavoro svolto e le conclusioni raggiunte devono essere interpretati alla luce delle seguenti principali ipotesi e limitazioni:

- il giudizio sulla congruità del rapporto di cambio viene effettuato sulla base della documentazione messa a disposizione dello scrivente;
- in sede di analisi dei metodi di valutazione adottati dai C.d.A. delle Società, non è stata effettuata alcuna valutazione economica delle stesse, in quanto ciò esula dall'incarico conferito. Tali valutazioni sono infatti di esclusiva competenza dei Consigli di Amministrazione;
- lo scrivente, pur avendo adottato tutte le necessarie precauzioni per un'attenta valutazione dei dati, dei documenti e delle informazioni a disposizione e, pur avendo svolto l'incarico con diligenza, professionalità e indipendenza di giudizio, non ha effettuato alcun *audit* sui dati forniti e pertanto non risponde della completezza, accuratezza, attendibilità e rappresentatività di tali dati, documenti e informazioni; resta ferma, quindi, la responsabilità delle Società per qualsiasi errore od omissione concernente tali documenti, dati e informazioni e per qualsiasi errore od omissione che dovesse emergere in sede di valutazione a seguito del loro impiego.

3. *Informazioni e documenti utilizzati*

Al fine della redazione della presente Relazione, lo scrivente ha ottenuto dalle Società partecipanti alla Fusione i seguenti principali documenti:

- progetto di fusione predisposto congiuntamente dai Consigli di Amministrazione delle società Net Insurance S.p.A. e Archimede S.p.A.;
- relazione illustrativa del Consiglio di Amministrazione di Archimede S.p.A. ai sensi dell'art. 2501 quinquies c.c., approvata in data 25.09.2018;
- relazione illustrativa del Consiglio di Amministrazione di Net Insurance S.p.A. ai sensi dell'art. 2501 quinquies c.c., approvata in data 25.09.2018;
- statuto sociale che Net Insurance adotterà con effetto dalla data di decorrenza degli effetti civilistici della Fusione;
- bilancio di esercizio della Net Insurance S.p.A. chiuso alla data del 31.12.2017;
- bilancio consolidato del Gruppo Net chiuso alla data del 31.12.2017;
- situazione patrimoniale di Archimede S.p.A. al 31.05.2018;
- accordo quadro relativo al Progetto Archimede del 18.06.2018, comprensivo dei relativi allegati;
- statuto Archimede S.p.A.;
- estratto del verbale del C.d.A. di Net Insurance S.p.A. del 18.06.2018 (approvazione del Progetto di Fusione);
- estratto del verbale del C.d.A. di Net Insurance S.p.A. del 21.05.2018 (approvazione del Piano Industriale 2018-2022);

nonché altri documenti messi a disposizione dalle Società funzionali alla migliore formazione del parere dello scrivente.

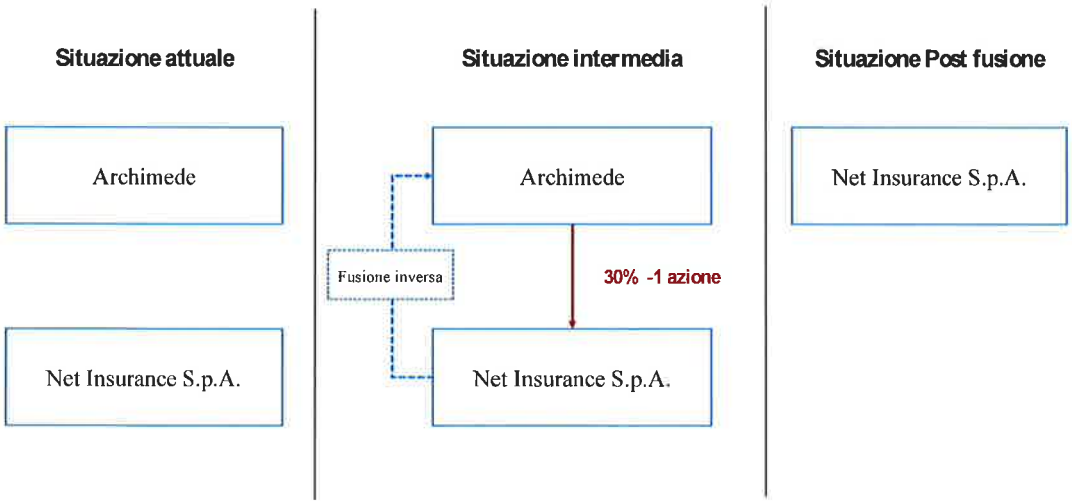
4. *Sintesi dell'operazione*

L'operazione, come brevemente anticipato, ha per oggetto la fusione per incorporazione di Archimede in Net Insurance ai sensi e per gli effetti di cui agli artt. 2501 e segg. del codice civile.

Tale operazione si configura come una fusione inversa in quanto l'Accordo Quadro siglato tra le parti prevede:

- la cessione da parte dei soci Net ad Archimede, e l'acquisto da parte di quest'ultima dai soci Net, di una partecipazione pari al 30% del capitale sociale di Net, meno una azione;
- la fusione per incorporazione di Archimede in Net.

Schematizzando:



Nei paragrafi successivi si procederà a richiamare quanto riportato nelle relazioni degli amministratori delle Società e nel progetto di Fusione in relazione a:

- obiettivi strategici dell'operazione;
- caratteristiche delle Società partecipanti;
- rapporti di cambio al servizio della Fusione;
- decorrenza della Fusione.

4.1. Obiettivi strategici dell'operazione

Le relazioni informative degli amministratori delle Società individuano in maniera chiara gli obiettivi strategici sottesi alla Fusione e alla più ampia operazione regolata dall'Accordo Quadro sottoscritto in data 18.06.2018, di cui la Fusione stessa è parte.

Alla base del progetto di Fusione vi è, da un lato, la volontà di Net Insurance di consolidare e ampliare il proprio business, rafforzando la propria posizione competitiva, anche grazie alla raccolta di ulteriori risorse a titolo di capitale di rischio e, dall'altro, la volontà di Archimede di acquisire una società di assicurazioni italiana di medie dimensioni.

L'obiettivo primario del progetto è dunque la costituzione di una compagnia assicurativa *insurtech-based* che, grazie alle specificità delle due Società, possa creare sinergie tali da permettere:

- il rafforzamento e la crescita profittevole nel segmento di riferimento della compagnia che nascerà con la *business combination*;
- la creazione una piattaforma di bancassicurazione danni indipendente;
- la generazione di una capacità di servizio distintiva verso le reti di distribuzione assicurative;
- il pieno impiego dell'innovazione *insurtech* in tutti i processi aziendali.

In tale quadro, l'apporto di capitali da parte di Archimede consentirebbe il raggiungimento della solidità patrimoniale strumentale a supportare gli obiettivi prefissati con la realizzazione della *business combination*, che potrebbe beneficiare allo stesso tempo delle *skills* e *expertise* di Net nonché delle sue numerose relazioni con partner finanziari.

4.2. Caratteristiche delle Società partecipanti

Net Insurance S.p.A. è una società costituita in Italia in data 23 maggio 2000, a capo del Gruppo Assicurativo Net Insurance di cui fa parte anche la controllata Net Insurance Life S.p.A.

Net Insurance è autorizzata all'esercizio dell'attività assicurativa e riassicurativa in Italia e le sue azioni, a far data dal 17.12.2012 sono state ammesse alla negoziazione sul sistema multilaterale di negoziazione AIM.

Alla data del Progetto di Fusione, la quota di maggioranza delle azioni NI è detenuta dai Sig.ri Giuseppe Romano Amato, Francesca Romana Amato e Renato Giulio Amato i quali sono titolari di una partecipazione complessivamente pari al 36,94% del capitale sociale di Net Insurance.

Archimede S.p.A., è una società di investimento (c.d. "*special purpose acquisition company*" – SPAC), costituita in data 21.02.2018 allo scopo di raccogliere, mediante il collocamento delle proprie azioni ordinarie e la loro quotazione, capitale di rischio da impiegare per l'acquisizione di una partecipazione rilevante in una Società quotata di medie dimensioni operante nel settore assicurativo italiano avente potenziale di sviluppo, sia organico che per acquisizioni.

Alla data di approvazione del Progetto di Fusione, il capitale sociale ed il numero di azioni delle Società partecipanti alla Fusione sono i seguenti:

- Incorporante, Net Insurance S.p.A.: capitale sociale deliberato, sottoscritto e versato pari a Euro 6.855.328, diviso in 6.855.328 azioni, prive di indicazione del valore nominale;
- Incorporata, Archimede S.p.A.: capitale sociale deliberato, sottoscritto e versato pari a Euro 48.000.000 suddiviso in n. 4.700.000 azioni ordinarie e n.100.000 azioni speciali, tutte prive di indicazione del valore nominale.

4.3. Rapporti di cambio al servizio della Fusione

In base a quanto rappresentato dagli amministratori delle Società e rimandando ai successivi paragrafi per ulteriori approfondimenti, per effetto della fusione tutte le azioni di Archimede verranno annullate di diritto e verranno assegnate azioni di NI secondo un rapporto di cambio pari a 2,131 Azioni ordinarie Net per ogni azione ordinaria Archimede (nel seguito "Rapporto di Cambio").

In particolare:

- per ogni azione ordinaria Archimede saranno attribuite un numero di azioni ordinarie Net Insurance pari al Rapporto di Cambio;

- per ogni azione speciale Archimede saranno attribuite un numero di azioni speciali Net Insurance pari al Rapporto di Cambio.

Al fine della definizione del Rapporto di Cambio i rispettivi Consigli di Amministrazione hanno sviluppato proprie stime circa i valori economici delle Società, individuati sulla base dei criteri indicati nelle Relazioni illustrative redatte ed approvate dai medesimi organi (e nel seguito illustrati).

In relazione al numero di azioni rilevanti per la determinazione del Rapporto di Cambio si segnala che sono state considerate:

- n. 6.855.328 azioni di Net Insurance;
- n. 4.980.000 azioni Archimede.

Tale ultimo valore è dato dalla somma del (a) numero di azioni ordinarie emesse da Archimede alla data della fusione (pari a n. 4.700.000); (b) numero 210.000 azioni ordinarie emergenti dalla conversione di n. 30.000 azioni speciali Archimede, considerando l'effetto "moltiplicativo" della conversione delle azioni speciali pattuita tra le parti (nella misura di n. 7 azioni ordinarie per ogni azione speciale) e (c) numero 70.000 azioni speciali Archimede.

Si evidenzia, infine, come i consigli di amministrazione delle Società abbiano assunto, quali situazioni patrimoniali ai sensi e per gli effetti di cui all'articolo 2501 – quater del Codice Civile, il bilancio Net Insurance al 31.12.2017, sottoposto a revisione contabile da parte della BDO S.p.A., e la situazione patrimoniale Archimede S.p.A. al 31.05.2018.

4.4. Decorrenza della Fusione

La Fusione, ai fini civilistici, contabili e fiscali, sarà efficace dalla data indicata nell'atto di Fusione (presumibilmente il 31 dicembre 2018), che potrà essere successiva a quella dell'ultima delle iscrizioni di cui all'art. 2504-bis c.c.

Le operazioni dell'Incorporanda saranno imputate al bilancio dell'Incorporante a decorrere dalla data indicata nell'atto di fusione.

Gli effetti fiscali decorreranno dalla medesima data se l'atto di fusione verrà stipulato entro il 31 dicembre 2018 o dal primo giorno dell'esercizio sociale se l'atto di fusione verrà stipulato nel 2019.

5. *Metodi di valutazione adottati per la determinazione del rapporto di cambio*

5.1. Premessa

Ai fini della determinazione del rapporto di cambio, le valutazioni effettuate dai C.d.A. delle Società, come è prassi diffusa per le operazioni di fusione, sono state predisposte in un'ottica di totale autonomia.

Tale valutazione, c.d. *stand alone*, prescinde dunque da ogni considerazione circa le sinergie potenzialmente realizzabili tramite l'operazione di fusione.

Ciò posto, gli organi amministrativi hanno ritenuto opportuno procedere alla valutazione utilizzando i seguenti criteri – distinti tra metodo principale e metodo di controllo:

		Criteri di valutazione adottati	
		NET INSURANCE	**ARCHIMEDE**
CdA NET INSURANCE	**Metodo principale**	**Reddituale**	**NAV**
	Metodo di controllo	**Prezzi di borsa**	**Prezzi di borsa**
CdA ARCHIMEDE	**Metodo principale**	**Patrimoniale rettificato**	**NAV**
	Metodo di controllo	**Prezzi di borsa**	**Prezzi di borsa**

Nell'esaminare, nel seguito, i metodi di valutazione adottati dagli amministratori delle Società, si ribadisce come il sottoscritto non abbia effettuato una valutazione economica delle stesse, essendo chiamato esclusivamente ad esprimere un giudizio sui metodi utilizzati e non sulla congruità del valore.

5.2. I metodi di valutazione adottati dal C.d.A. di Net Insurance

Ai fini della determinazione del rapporto di cambio, come brevemente anticipato, gli Amministratori di Net Insurance hanno provveduto a realizzare una valutazione c.d. *stand alone* delle due Società, adottando come metodo principale:

- per Archimede il metodo del Net Asset Value e
- per Net Insurance il metodo reddituale.

In termini generali, entrambi i metodi sono largamente utilizzati nelle operazioni di fusione, in quanto razionali e adeguati alla tipologia di aziende cui trattasi in questa sede.

Nei paragrafi successivi i due metodi valutativi applicati verranno illustrati al fine di permettere al sottoscritto, nel paragrafo 6, l'espressione di un giudizio circa la loro adeguatezza per la determinazione del rapporto di cambio.

Il NAV di Archimede S.p.A.

Gli organi amministrativi di Net, hanno determinato il valore economico di Archimede S.p.A. sulla base della situazione patrimoniale della stessa alla data del 31.05.2018.

In particolare, data la natura di SPAC della Società, la stima del NAV è fatta pari alla raccolta, corrispondente a Euro 48 milioni.

In base a quanto riportato nella relazione degli amministratori, tale scelta è principalmente guidata dalla natura della società Archimede e dalla considerazione per cui la raccolta rappresenti un dato certo ed oggettivo su cui basare le valutazioni necessarie alla determinazione del rapporto di cambio.

Ulteriore elemento a favore di tale scelta è rappresentato, per quanto riportato dagli amministratori, dall'incertezza relativa ai futuri flussi del *business plan* della società che, dunque, conduce a favorire il metodo patrimoniale rispetto a quello reddituale.

Il risultato dell'applicazione del metodo patrimoniale, scelto come metodo principale di valutazione, è stato poi confrontato – come verrà fatto anche ai fini della valutazione della stessa Net Insurance – con i risultati dell'applicazione di un metodo di controllo, in modo da verificare e, in caso, supportare le conclusioni cui si è giunti.

In particolare, il metodo di controllo prescelto è rappresentato da quello dei prezzi di borsa che il titolo ha registrato nell'ultimo trimestre. In base ai dati Bloomberg, gli amministratori riportano un valore economico, in termini capitalizzazione di mercato di Archimede, pari ad Euro 48,3 milioni, che conferma sostanzialmente i risultati del metodo patrimoniale.

Il valore di Net Insurance S.p.A.

Come anticipato, il valore di NI è stato definito dall'organo amministrativo della stessa società utilizzando il metodo reddituale basato sull'attualizzazione dei flussi dei redditi netti attesi.

Da un punto di vista metodologico, partendo dai valori contenuti nel business plan aziendale 2018-2022, approvato in data 21.05.2018, lo sviluppo della metodologia di valutazione considerata ha previsto:

- la determinazione di una successione di redditi netti attesi lungo un orizzonte temporale di proiezione analitica (2019-2022), pari ai flussi del Piano opportunamente ridotti "per tenere conto della maggiore incertezza connessa al giudizio prognostico col passare del tempo";
- la definizione di un reddito medio normale generabile dopo il 2022, corrispondente alla media dei redditi rettificati per il periodo 2018-2022;
- l'individuazione del tasso di attualizzazione dei flussi generabili, assunto pari all'11,64%;
- l'attualizzazione dei flussi generabili lungo l'orizzonte temporale di proiezione analitica e del *terminal value*.

In definitiva, dunque, tramite l'applicazione del metodo anzidetto, il valore economico della Net Insurance S.p.A. determinato dal C.d.A. della Net risulta pari a Euro 30,98 milioni, arrotondati, ai fini della determinazione del rapporto di cambio in Euro 31 milioni.

Tale ultimo valore è stato poi confrontato con i risultati dell'applicazioni di un metodo empirico di controllo, rappresentato dall'andamento dei prezzi di borsa nell'ultimo trimestre. La media dei prezzi delle negoziazioni di Borsa sull'AIM negli ultimi tre mesi è risultata essere pari a Euro 4,346 per azione (fonte: Bloomberg L.P.), che corrisponde ad un valore economico della NI, in termini capitalizzazione di mercato, di Euro 29,8 milioni.

5.3. I metodi di valutazione adottati dal C.d.A. di Archimede

Ai fini della determinazione del rapporto di cambio, gli organi amministrativi di Archimede hanno ritenuto opportuno procedere alla valutazione delle due Società utilizzando il medesimo criterio, ovvero il metodo del Net Asset Value o NAV.

Tale criterio di stima si basa sulla determinazione del patrimonio netto contabile rettificato (a valori correnti), assumendo che il valore intrinseco delle Società sia rappresentato dal valore patrimoniale delle stesse, opportunamente rettificato nell'ipotesi di variazioni rilevanti rispetto al dato contabile.

Il NAV di Archimede S.p.A.

Gli organi amministrativi di Archimede, come anticipato, hanno determinato il valore economico della stessa società sulla base della situazione patrimoniale alla data del 31.05.2018.

In particolare, data la natura di SPAC della Società, la stima del NAV è fatta pari alla raccolta, ovvero a Euro 48 milioni.

In base a quanto riportato nella relazione degli amministratori, tale scelta è principalmente guidata dalla natura dell'attività svolta da Archimede e dalla considerazione per cui la raccolta rappresenti un dato certo ed oggettivo su cui basare le valutazioni necessarie alla determinazione del rapporto di cambio.

Ulteriore elemento a favore di tale scelta è, per quanto riportato dagli amministratori, rappresentato dalla incertezza sui futuri flussi del *business plan* della società e alla fase sostanzialmente di start up della stessa.

Posto ciò, il valore così determinato in base al NAV (Euro 48 milioni), è stato poi confrontato con un metodo empirico di controllo, rappresentato dalla rilevazione dei prezzi di borsa nell'ultimo trimestre che ha permesso di determinare un valore economico, in termini capitalizzazione di mercato di Archimede, di Euro 48,3 milioni, sostanzialmente in linea con i 48 milioni del metodo patrimoniale (fonte: Bloomberg L.P.).

Il NAV di Net Insurance S.p.A.

Come anticipato, anche il valore di NI è stato definito dagli organi amministrativi delle Società, utilizzando il metodo patrimoniale del NAV. Ciò anche per ragioni di coerenza e confrontabilità rispetto ai valori determinati per Archimede.

In particolare, partendo dal patrimonio netto contabile consolidato al 31.12.2017, per la determinazione del Patrimonio netto rettificato, l'organo amministrativo di Archimede ha proceduto ad individuare una serie di rettifiche allo scopo, si legge nella relazione, di allineare alcuni valori contabili di talune poste di maggior rilievo in modo da rifletterne il relativo *fair value*.

Le rettifiche assunte a tal fine sono di seguito sinteticamente riportate:

- adeguamento del valore dell'immobile di proprietà a più aggiornati e correnti valori di mercato;
- valutazione delle commissioni da retrocedere potenzialmente ai riassicuratori, al verificarsi di una serie di specifici risultati tecnici dei portafogli riassicurati delle generazioni assicurative precedenti;
- rettifica del valore di taluni crediti, in particolare quelli scaduti ovvero che scadranno oltre l'orizzonte della policy di recupero in essere;
- attualizzazione, con applicazione di un tasso di sconto di mercato ai flussi futuri di incasso dei crediti per recuperi, scadenti oltre il 2019.

Tale allineamento è stato effettuato per un valore negativo complessivo delle rettifiche pari ad euro 9.575 migliaia al netto dell'effetto fiscale, portati in decremento del patrimonio netto contabile.

In virtù delle assunzioni appena illustrate il valore del patrimonio netto rettificato è assunto dagli organi amministrativi di Archimede pari a circa Euro 33 milioni al 31.12.2017.

Il valore così individuato è stato poi ulteriormente ridotto in considerazione, per come riportato nella relazione degli amministratori, della volatilità del valore dei titoli iscritti all'attivo di bilancio di Net Insurance.

Alla luce di tale considerazione e perdurando la volatilità dei mercati, il valore finale del Patrimonio Netto rettificato di Net Insurance, ai fini della determinazione del rapporto di cambio, è stato individuato in Euro 31 milioni.

Sul punto, infine, gli amministratori evidenziano come, considerati i risultati della Due Diligence effettuata, della prudenza valutativa necessaria, nonché dei risultati degli

esercizi più recenti, non si è ritenuto opportuno riconoscere un avviamento positivo a Net Insurance.

Il valore di 31 milioni determinato in base all'applicazione del metodo patrimoniale, infine, è stato confrontato con un metodo empirico di controllo, rappresentato dai prezzi di borsa nell'ultimo trimestre.

La media dei prezzi delle negoziazioni di Borsa sull'AIM negli ultimi tre mesi è risultata essere pari a Euro 4,346 per azione (fonte: Bloomberg L.P.), che conduce ad un valore economico, in termini capitalizzazione di mercato di Net Insurance, risulta pari ad Euro 29,8 milioni.

6. *Limitazioni e principali difficoltà di valutazione riscontrate dai Consigli di Amministrazione delle Società*

6.1. Limitazioni e principali difficoltà di valutazione riscontrate dal CdA di Net Insurance

In base a quanto segnalato dal Consiglio di Amministrazione di Net Insurance, le difficoltà riscontrate hanno riguardato principalmente la valutazione della stessa Net Insurance, in quanto, data la natura di SPAC di Archimede, l'utilizzo della raccolta appare essere un dato certo e oggettivo.

Posto ciò, la relazione degli amministratori aggiunge che:

- per Net Insurance le quotazioni di mercato hanno un limitato valore informativo, in quanto il titolo, sulla base dei volumi scambiati, risulta poco liquido;
- per Archimede il mercato ha, nelle prime settimane, espresso valori maggiori della raccolta, ma deve essere comunque considerata la limitata liquidità del mercato, il ridotto spazio di osservazione, la non particolare significatività (meno del 10 per cento di incremento) oltre che un contesto finanziario particolarmente incerto e volatile.

6.2. Limitazioni e principali difficoltà di valutazione riscontrate dal CdA di Archimede

Nella predisposizione della propria relazione, gli amministratori non hanno riscontrato particolari difficoltà valutative, ad eccezione di quanto di seguito descritto e riferito principalmente alla valutazione di Net Insurance.

Posto, infatti, che data la natura dell'attività di Archimede, SPAC appositamente costituta e veicolo finanziario il cui valore è sostanzialmente pari alla raccolta, le difficoltà valutative hanno riguardato:

- la determinazione del valore delle componenti patrimoniali di Net Insurance;
- la scelta di non riconoscere alcun avviamento a Net Insurance.

In relazione alle valutazioni del mercato, infine, gli amministratori di Archimede evidenziano come:

- in relazione alla stessa Archimede, il mercato abbia, nelle prime settimane, espresso valori maggiori della raccolta, ma che in proposito deve essere considerata la limitata liquidità del mercato, il ridotto spazio di osservazione, la non materialità (meno del 10 per cento superiori) oltre che un contesto finanziario particolarmente incerto e volatile;
- in relazione a Net Insurance, invece, le quotazioni di mercato abbiano un limitato valore informativo, data la ridotta liquidità del titolo stesso.

  Ferma restando tale considerazione, gli stessi amministratori concludono come le quotazioni del titolo Net nei mesi successivi siano state, in media, non lontane dal valore espresso dall'operazione di *business combination* di cui trattasi.

7. *Risultati emersi dalle valutazioni dei Consigli di Amministrazione delle Società*

I valori economici derivanti dall'applicazione dei metodi valutativi sopra descritti al paragrafo 5 da parte dei Consigli di Amministrazione di Net Insurance e Archimede, sono di seguito riepilogati.

		Valori Economici	
		NET INSURANCE	**ARCHIMEDE**
CdA NET INSURANCE	***metodo principale***	**31 milioni**	**48 milioni**
	metodo di controllo	**29,8 milioni**	**48,3 milioni**
CdA ARCHIMEDE	***metodo principale***	**31 milioni**	**48 milioni**
	metodo di controllo	**29,8 milioni**	**48,3 milioni**

Sulla base dei suddetti valori economici, entrambe le Relazioni degli Amministratori individuano come segue il Rapporto di Cambio:

	Rapporto di cambio
CdA NET INSURANCE	**2,131**
CdA ARCHIMEDE	**2,131**

8. *Il giudizio sull'adeguatezza del metodo di determinazione del rapporto di cambio*

8.1. Il lavoro svolto

Ai fini dell'espletamento dell'incarico di cui al par. 1, il sottoscritto ha svolto le seguenti principali attività:

- analisi del Progetto di Fusione approvato dai Consigli di Amministrazione delle Società;
- analisi delle Relazioni dei Consigli di Amministrazione redatte ai sensi dell'articolo 2501-quinquies del Codice Civile;
- analisi dei verbali dei Consigli di Amministrazione delle Società messi a disposizione dello scrivente;
- presa visione, per le finalità del presente incarico, dell'Accordo Quadro;
- analisi critica dei metodi di valutazione sviluppati dai Consigli di Amministrazione delle Società e raccolta di elementi utili al fine di riscontrarne l'idoneità, nelle specifiche circostanze - sotto un profilo di ragionevolezza e non arbitrarietà - alla determinazione dei valori economici delle Società per la determinazione del Rapporto di Cambio;
- verifica della completezza di applicazione dei metodi di valutazione adottati dagli amministratori nella determinazione del Rapporto di Cambio;
- verifica della coerenza dei dati utilizzati rispetto alle fonti di riferimento e alla documentazione a disposizione;
- verifica, attraverso ricalcolo, dei risultati dei modelli valutativi e verifica della correttezza matematica dei calcoli relativi alla determinazione del Rapporto di Cambio;
- discussione con il *management* delle Società circa l'attività svolta, le problematiche incontrate e le soluzioni adottate.

8.2. Considerazioni sull'adeguatezza del metodo adottato dai Consigli di Amministrazione per la determinazione del rapporto di cambio

Ai fini dell'espressione del giudizio che il sottoscritto è chiamato a rilasciare, preliminarmente è opportuno sottolineare alcune fattispecie rilevanti.

L'individuazione delle metodologie utilizzate dalle Società ai fini della definizione del Rapporto di Cambio è stata effettuata in funzione delle caratteristiche specifiche delle Società stesse e delle caratteristiche dell'operazione.

In tale prospettiva, dunque, gli organi preposti hanno provveduto alla stima dei valori delle Società tramite l'applicazione di metodi e criteri specifici, con l'obiettivo precipuo di addivenire a valori confrontabili ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio.

Tale stima, in definitiva, non è utilizzabile per finalità diverse da quelle per le quali è stata sviluppata.

Secondo la prassi più diffusa, infatti, la finalità ultima delle valutazioni realizzate nell'ambito di operazioni di fusione non è la determinazione dei valori assoluti del capitale economico delle entità interessate, bensì l'individuazione di valori confrontabili ai fini della determinazione del rapporto di cambio, come argomentato nel seguito.

Va inoltre evidenziato come tale principio non implichi necessariamente l'applicazione dei medesimi parametri di valutazione per le diverse società oggetto di fusione.

Nel caso in esame, infatti, e in relazione alla determinazione del valore economico di Net Insurance, tale circostanza ha indotto gli amministratori delle Società ad utilizzare criteri e parametri ritenuti idonei a consentire di apprezzare le specificità delle Società nell'ambito dell'approccio metodologico individuato.

Ciò posto, le considerazioni del sottoscritto circa l'adeguatezza e non arbitrarietà delle metodologie valutative assunte, non possono prescindere dalle caratteristiche dell'operazione in esame unitariamente considerata, nonché della componente negoziale che ha orientato la definizione dell'intero Accordo Quadro.

In questo senso, dunque, sono esposte nel seguito le considerazioni del sottoscritto circa l'adeguatezza dei metodi di valutazione adottati dagli amministratori.

- Le valutazioni risultano predisposte nella prospettiva della continuità aziendale e in un ottica "*stand alone*", ovvero prescindendo dall'analisi e la considerazione dei possibili effetti positivi e vantaggi competitivi connessi alla realizzazione della Fusione stessa. Tale approccio risulta coerente con la migliore dottrina e prassi valutativa.

- L'approccio metodologico adottato dagli organi amministrativi delle Società ed i relativi risultati rispondono pienamente ad una logica di omogeneità e confrontabilità dei valori ottenuti ai fini della determinazione del rapporto di cambio.

- Con riferimento alla valutazione di Archimede, tenuto conto delle caratteristiche delle società oggetto di valutazione, la scelta del NAV quale criterio valutativo principale, adottato dai C.d.A. di entrambe le Società, risulta adeguato e risponde, tra l'altro, ad esigenze di comparabilità dei valori utilizzabili ai fini della determinazione del rapporto di cambio.
  Tale metodo, inoltre, riflette adeguatamente lo *status* di Archimede e il suo livello di capitalizzazione e liquidità.
  La raccolta, in altri termini appare elemento solido ed idoneo alla determinazione del valore economico della società.
  La scelta del metodo in esame risulta, dunque, motivata, ragionevole ed in linea con la migliore dottrina e prassi valutativa.

- Con riferimento alla valutazione di Net Insurance effettuata dall'organo amministrativo della stessa società, il metodo reddituale risulta una metodologia valutativa decisamente solida e di riconosciuta razionalità, atteso che il valore di un'attività imprenditoriale è funzione dei ritorni che si prevede si possano ritrarre dal business oggetto di stima.
  Nel caso specifico, poi, la stima dei redditi prospettici medi normalmente producibili in futuro appare la soluzione tecnica più immediata, più razionale e caratterizzata dal maggior grado di dimostrabilità, soprattutto in relazione alla disponibilità di un piano industriale approvato dagli organi societari e di assunzioni prudenziali ampiamente condivisibili circa le prospettive di realizzabilità delle stesse.

- Con riferimento alla valutazione di Net Insurance effettuata dall'organo amministrativo di Archimede, pur ritenendo che il metodo applicato sia largamente diffuso nella migliore prassi valutativa e comunque coerente con la natura della società valutata, corre al sottoscritto l'obbligo di evidenziare come alcune rettifiche, seppure corrette da un punto di vista strettamente metodologico (le rettifiche al *fair value,*

infatti, sono richieste per l'applicazione corretta del metodo), possano apparire eccessivamente prudenziali.

Poiché, tuttavia, da un lato il sottoscritto non è chiamato ad esprimersi sui valori, ma sulla ragionevolezza dei criteri applicati, e, dall'altro, i risultati cui si giunge sono assolutamente coerenti con quelli risultanti dall'applicazione del metodo reddituale (vedi sopra, con riguardo alla valutazione sviluppata dal C.d.A. di Net), non si ritiene che tale fattispecie possa influire in alcun modo sulla correttezza del calcolo del Rapporto di Cambio.

- Nel caso di specie, la stima dei valori relativi delle singole Società è stata effettuata attraverso l'applicazione di criteri diversi per la Società Incorporante e per la Società Incorporata.

  Al riguardo, il principio dell'omogeneità dei criteri di valutazione per le Società coinvolte nella Fusione non comporta necessariamente l'utilizzo di metodi valutativi identici per tutte le entità interessate dalla fusione, quanto piuttosto l'adozione di criteri e metodi che risultano più appropriati per le Società oggetto di valutazione, tenuto comunque conto delle diversità che le caratterizzano, al fine di proporre valori confrontabili per la determinazione del rapporto di cambio.

  La ragionevolezza e la non arbitrarietà dell'approccio adottato dagli Amministratori risulta altresì confermata dalla prassi di recenti operazioni similari.

- In relazione all'utilizzo di metodi di controllo, si evidenzia al riguardo che la miglior dottrina aziendalistica e la prassi prevalente in materia valutativa indichino generalmente come opportuno il ricorso a metodi di controllo, in quanto consentono di sottoporre a verifica le risultanze cui si sia pervenuti mediante l'applicazione dei metodi di valutazione individuati come principali.

  I metodi di borsa, o delle quotazioni di mercato, utilizzati da entrambi gli organi amministrativi delle Società come metodo alternativo, sono largamente accettati ed impiegati in operazioni di fusione nella prassi italiana e internazionale.

  Il sottoscritto, pur ritenendo in generale che le quotazioni di borsa rappresentino un dato significativo ai fini della determinazione del valore di un'azienda, ha apprezzato e ritiene corretta la decisione di utilizzare le stesse come metodo alternativo e non

principale, soprattutto in considerazione della scarsa liquidità del titolo, evidenziata dagli stessi amministratori.
Le risultanze delle valutazioni di Net e Archimede derivanti dall'applicazione dei metodi di controllo presentano differenze rispetto al metodo principale entro limiti non materiali e tali da confermare la ragionevolezza dei risultati ottenuti con i metodi principali.

- Tutte le analisi svolte dallo scrivente, e precedentemente richiamate, hanno permesso di verificare la ragionevolezza e non arbitrarietà dei risultati raggiunti ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio, nonché la loro accuratezza, anche matematica.

- Il Rapporto di Cambio da sottoporre all'approvazione dell'Assemblea degli azionisti risulta correttamente calcolato, alla luce dei criteri valutativi prescelti dagli organi amministrativi delle Società partecipanti alla Fusione.

In conclusione del presente paragrafo, infine, si evidenzia come le considerazioni ed il giudizio appena esposti sui metodi adottati debbano necessariamente prescindere da qualsivoglia valutazione circa l'opportunità e/o convenienza dell'operazione, nonché ai vantaggi prospettati dai rispettivi C.d.A. delle Società partecipanti alla Fusione.

9. Conclusioni

Sulla base della documentazione messa a disposizione dello scrivente e richiamata nel par. 3 della presente Relazione, e tenuto conto della natura e portata dell'incarico ricevuto, il sottoscritto ritiene che i metodi di valutazione adottati dagli amministratori siano adeguati, in quanto nella circostanza ragionevoli e non arbitrari, e che gli stessi siano stati correttamente applicati ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio delle azioni contenuto nel Progetto di Fusione, pari a:

- 2,131 azioni ordinarie Net Insurance per ogni azione ordinaria Archimede;
- 2,131 azioni speciali Net Insurance per ogni azione speciale Archimede.

Roma, 26 settembre 2018

Prof. Giovanni Fiori