Deloitte & Touche S.p.A.
Via della Camilluccia, 589/A
00135 Roma
Italia

Tel: +39 06 367491
Fax: +39 06 36749282
www.deloitte.it

RELAZIONE DELLA SOCIETA' DI REVISIONE SULLA CORRISPONDENZA AL VALORE DI MERCATO DEL PREZZO DI EMISSIONE DELLE AZIONI RELATIVE ALL'AUMENTO DI CAPITALE SOCIALE CON ESCLUSIONE DEL DIRITTO DI OPZIONE AI SENSI DELL'ART. 2441, QUARTO COMMA, SECONDO PERIODO, DEL CODICE CIVILE

Agli Azionisti di
Maire Tecnimont S.p.A.

1. MOTIVO ED OGGETTO DELL'INCARICO

In relazione alla proposta di aumento di capitale sociale a pagamento con esclusione del diritto di opzione ai sensi dell'art. 2441, quarto comma, secondo periodo del codice civile, qui di seguito descritta, abbiamo ricevuto dal Consiglio di Amministrazione di Maire Tecnimont S.p.A. (di seguito, anche "MET", ovvero "Maire", ovvero la "Società") la relazione datata 9 maggio 2013 (di seguito la "Relazione degli Amministratori" ovvero la "Relazione"), che illustra e motiva detta operazione. Si sottolinea come la Relazione degli Amministratori includa sia la proposta di aumento di capitale riservato (di seguito anche l'"Aumento Riservato") sia la proposta di aumento di capitale in opzione agli azionisti (di seguito anche l'"Aumento di in Opzione" e, congiuntamente con l'Aumento Riservato, gli "Aumenti di Capitale"); ai fini della presente relazione si fa riferimento esclusivamente alle parti in essa contenute relative all'aumento di capitale riservato. La medesima Relazione contiene altresì la proposta di raggruppamento delle azioni secondo un rapporto di n. 1 azione ogni 10 azioni esistenti, determinando conseguentemente una variazione del numero totale delle azioni ordinarie da n. 322.500.000 a n. 32.250.000.

Con riferimento dunque all'Aumento Riservato la proposta degli Amministratori prevede un aumento di capitale dell'importo complessivo di Euro 15.277.500 riservato ad Arab Development Company (di seguito anche "ARDECO"), e quindi nel limite del 10% del capitale sociale preesistente. Il prezzo di sottoscrizione dell'Aumento Riservato è pari a Euro 9 per azione post-raggruppamento azionario (Euro 0,90 ante-raggruppamento azionario), di cui Euro 8,5 quale sovrapprezzo. Le azioni di nuova emissione avranno godimento regolare e caratteristiche identiche a quelle delle altre azioni in circolazione al momento della loro emissione. L'Aumento Riservato è da eseguirsi entro 15 giorni dalla data della delibera dell'assemblea straordinaria di aumento del capitale sociale, ed in ogni caso prima dell'Aumento in Opzione pari a Euro 134.722.500 da offrirsi in opzione a tutti gli azionisti della Società, fermo l'art. 2436 del codice civile.

Secondo quanto riportato nella Relazione degli Amministratori, in data 5 aprile 2013 il Consiglio di Amministrazione di Maire Tecnimont S.p.A. ha esaminato e approvato una complessa manovra di riorganizzazione finanziaria e patrimoniale (di seguito la "Manovra"), volta a riportare MET e tutto il Gruppo Maire (di seguito il "Gruppo") ad una situazione di equilibrio finanziario e patrimoniale. In particolare, la Manovra prevede principalmente il riscadenziamento dei debiti in essere con diversi Istituti di Credito e la concessione da parte dei

medesimi di nuova finanza al Gruppo, un piano di dismissioni di asset non strategici e gli Aumenti di Capitale riservato e in opzione.

In dettaglio, come illustrato nella Relazione degli Amministratori, nell'ambito degli Aumenti di Capitale, ad ARDECO è riservata, ai sensi e per gli effetti di cui all'art. 2441, comma 4, secondo periodo, del codice civile, e dell'art. 158 del d.lgs. 58/98, una porzione entro il 10% del capitale sociale preesistente, ad un prezzo di emissione corrispondente ad un'offerta pari a Euro 9 per azione ordinaria post-raggruppamento azionario (Euro 0,90 ante-raggruppamento azionario).

La proposta di aumento Aumento Riservato sarà sottoposta all'approvazione dell'Assemblea Straordinaria degli Azionisti della Società, convocata per il giorno 6 giugno 2013 in prima convocazione e, occorrendo, in seconda convocazione per il giorno 7 giugno 2013.

Ai sensi degli artt. 2441, quarto comma, secondo periodo, del codice civile e 158 D. Lgs. 24 febbraio 1998, n. 58, il Consiglio di Amministrazione della Società ci ha conferito l'incarico di esprimere il parere sulla corrispondenza del prezzo di emissione delle nuove azioni MET riservate ad ARDECO al valore di mercato delle azioni stesse, ovvero, nelle circostanze, sull'adeguatezza del criterio proposto dagli Amministratori ai fini della determinazione del prezzo di emissione delle suddette azioni.

Secondo quanto riferito dagli Amministratori nella loro Relazione, l'Aumento di Capitale Riservato proposto dal Consiglio di Amministrazione deve intendersi strumentale e, per certi aspetti, propedeutico – dunque inscindibilmente collegato – al piano di risanamento patrimoniale e finanziario della Società e del Gruppo. Inoltre, sotto il profilo industriale, ARDECO è un partner strategico del Gruppo Maire nell'emirato di Abu Dhabi. Nell'ambito dell'operazione, ARDECO e Maire Tecnimont S.p.A. hanno, infatti, concordato di costituire una *joint venture* (51% Maire Tecnimont e 49% ARDECO) per lo sviluppo di nuove iniziative di *business development* in Medio Oriente.

Gli Amministratori sottolineano, inoltre, come ARDECO sia uno dei *player* più diversificati dell'emirato di Abu Dhabi, con attività in numerosi settori, dall'oil&gas, petrolchimica, power e acqua, fino alle infrastrutture e all'industria manifatturiera.

Nel contesto sopra delineato, gli Amministratori hanno ritenuto di avvalersi della facoltà riconosciuta alle sole società con azioni quotate in mercati regolamentati dall'art. 2441, quarto comma, secondo periodo, del codice civile, e recepita dall'Articolo 6 dello Statuto della Società. Gli Amministratori hanno quindi ritenuto di sottoporre all'approvazione dell'Assemblea degli Azionisti di MET una proposta di aumento di capitale a pagamento con esclusione del diritto di opzione nei limiti del 10% del capitale sociale preesistente della Società, ai sensi dell'art. 2441, quarto comma, secondo periodo, del codice civile.

2. SINTESI DELL'OPERAZIONE

Al fine di fornire un utile inquadramento del complessivo contesto in cui si colloca il proposto Aumento Riservato, si riporta di seguito una sintesi delle informazioni contenute nella Relazione degli Amministratori al riguardo.

Nella suddetta Relazione gli Amministratori indicano come il Gruppo abbia attraversato un periodo di tensione finanziaria legata soprattutto alle perdite causate da alcuni progetti afferenti alla business unit Energia in America Latina che hanno determinato un significativo assorbimento di cassa con conseguente incremento, nel corso degli ultimi due esercizi, dell'indebitamento finanziario. Tali perdite, precisano gli Amministratori, hanno assunto l'entità nel biennio 2011-2012 di circa Euro 504 milioni e risultano principalmente legate alle cinque commesse che avevano ad oggetto la realizzazione di centrali termoelettriche, di cui tre localizzate in Brasile (Pecem I, Pecem II e Itaqui) e due in Cile (Colbun e Bocamina II).

L'aumento dell'indebitamento finanziario associato a tali perdite è, inoltre, intervenuto contemporaneamente all'insorgere della crisi di liquidità del sistema bancario nazionale ed internazionale che, in generale, ha provocato la diminuzione dei prestiti a medio-lungo termine a favore delle imprese, l'aumento del costo della raccolta del sistema bancario e il conseguente incremento del costo dell'indebitamento.

Gli aspetti sopra descritti, come sottolineano gli Amministratori, hanno determinato un incremento, nel corso degli ultimi due esercizi, dell'indebitamento finanziario sia complessivo sia a breve termine (che al 31 dicembre 2012 ammontano, rispettivamente, a Euro 709,5 milioni ed Euro 687,9 milioni, con un incremento corrispondente nel biennio 2011-2012 per ciascuna grandezza del 65,5% e del 195,3%). Inoltre, le partite più anziane dei debiti verso fornitori scaduti, di cui è pianificato il rientro nel corso del 2013, al 31 dicembre 2012 ammontano a circa Euro 130 milioni.

Inoltre, sottolineano gli Amministratori, i risultati dell'esercizio chiuso al 31 dicembre 2012 sono stati negativamente influenzati dagli effetti conseguenti all'anticipazione di perdite future derivanti dalla previsione di maggiori costi a finire su alcune commesse e dalla revisione della marginalità su alcuni progetti.

Gli Amministratori evidenziano infine come le perdite derivanti dai fatti sopra descritti abbiano inciso sulla situazione patrimoniale del Gruppo e della controllata Tecnimont S.p.A. in particolare, portando, alla data del 31 dicembre 2012, il patrimonio netto consolidato di Gruppo al valore negativo di Euro 120,7 milioni e il patrimonio netto di Tecnimont S.p.A. al valore negativo di Euro 321,4 milioni (con la conseguenza che Tecnimont S.p.A. si trova nella condizione di cui all'art. 2447 del codice civile).

Al fine di riportare il Gruppo ad una situazione di equilibrio finanziario e patrimoniale, come indicato nei paragrafi che precedono, il Consiglio di Amministrazione di MET ha, quindi, approvato, in data 5 aprile 2013, una complessa manovra di riorganizzazione finanziaria e patrimoniale, di cui gli Aumenti di Capitale costituiscono componente essenziale, e che si articola nei seguenti passaggi:

(i) **predisposizione di un piano industriale del Gruppo per il periodo 2013-2017** (di seguito il "Piano" o il "Piano Industriale"), approvato dal Consiglio di Amministrazione della Società in data 4 febbraio 2013 e successivamente aggiornato in data 5 aprile 2013. Tale piano contiene le ipotesi di sviluppo strategico in termini di consolidamento dell'attività EPC (Engineering, Procurement e Construction) e sviluppo delle componenti E (Engineering) ed EP (Engineering e Procurement), riposizionamento su nuovi mercati, finalizzazione di un piano di riorganizzazione operativa e finanziaria del Gruppo, rafforzamento patrimoniale per cassa, contenimento dei costi. Il Piano riflette anche gli effetti connessi agli aspetti di seguito evidenziati;

(ii) **riscadenziamento del debito e concessione di nuova finanza al Gruppo**: la conclusione di accordi con le principali banche finanziatrici del Gruppo per il riscadenziamento a 5 anni, con *grace period* di due anni e rimborso in rate semestrali di cui l'ultima in data 31 dicembre 2017, del debito esistente (con particolare riferimento alle controllate Tecnimont S.p.A. e, in misura minore, Tecnimont Civil Construction S.p.A.) per complessivi Euro 307 milioni e, con riferimento ad alcune banche, per l'erogazione di nuova finanza per complessivi Euro 50 milioni (gli "Accordi di Riscadenziamento" e i "Contratti di Nuova Finanza"). Gli Accordi di Riscadenziamento prevedono inoltre la conferma di linee di credito per cassa per complessivi Euro 245 milioni e di linee per firma per complessivi Euro 765 milioni (entrambi i valori sostanzialmente in linea con i dati di bilancio al 31 dicembre 2012). Gli Accordi di Riscadenziamento e i Contratti di Nuova Finanza sono stati sottoscritti in data 7 maggio 2013 e avranno esecuzione contestuale e condizionata all'esecuzione degli Aumenti di Capitale;

(iii) **piano di dismissioni**: la dismissione di *asset* ritenuti non più strategici per un controvalore stimato in complessivi Euro 300 milioni da realizzarsi in coerenza con il Piano Industriale del Gruppo nel periodo 2013-2017;

(iv) **Aumenti di Capitale**: gli Aumenti di Capitale, da versarsi in denaro, per un ammontare complessivo di Euro 150 milioni, di cui circa Euro 15 milioni riservati ad ARDECO – di cui alla presente relazione – e circa Euro 135 milioni in opzione agli attuali azionisti (di cui Euro 60 milioni garantiti da un impegno vincolante della Maire Gestioni S.p.A. e Euro 75 milioni per i quali Barclays Bank Plc e Banca IMI S.p.A. si sono dichiarate disponibili a considerare, subordinatamente al verificarsi delle condizioni specificate nel paragrafo 3 (b), a pagina 12 della Relazione degli Amministratori - tra le quali figura la sottoscrizione e il versamento da parte di ARDECO dell'Aumento Riservato per un importo pari a circa Euro 15 milioni - , la sottoscrizione di un contratto di garanzia, ai sensi del quale le stesse si impegneranno a sottoscrivere le nuove azioni rinvenienti dall'Aumento in Opzione rimaste inoptate fino a concorrenza di detto ammontare).

ARDECO si è dunque impegnata a sottoscrivere e pagare tutte le azioni rivenienti dall'Aumento Riservato. Tale impegno, sottolineano gli Amministratori, è condizionato:

(i) alla sottoscrizione da parte di MET di accordi vincolanti relativi al rifinanziamento con le principali banche finanziatrici (sottoscritti in data 7 maggio 2013);

(ii) all'impegno irrevocabile dell'azionista di maggioranza Maire Gestioni S.p.A. a sottoscrivere e versare una quota dell'Aumento in Opzione pari a Euro 60 milioni e al fatto che Maire Gestioni S.p.A. mantenga il controllo della Società (impegno sottoscritto in data 5 aprile 2013);

(iii) alla sottoscrizione da parte di Barclays Bank PLC e Banca IMI S.p.A. di un impegno, sottoposto alle usuali condizioni, a sottoscrivere, in relazione all'Aumento in Opzione, l'eventuale capitale sociale inoptato fino all'importo massimo di Euro 75 milioni (non verificata alla data della presente relazione).

Si sottolinea, inoltre, come non siano previsti vincoli di indisponibilità temporale per i titoli di nuova emissione che saranno offerti in sottoscrizione, con godimento regolare, con conseguente piena facoltà dei sottoscrittori di riallocare i suddetti titoli sul mercato.

Nella Relazione gli Amministratori illustrano come i fondi rinvenienti dagli Aumenti di Capitale nonché dall'esecuzione dei Contratti di Nuova Finanza, al netto dei costi connessi all'operazione, saranno messi a disposizione di Tecnimont S.p.A. – la principale controllata di Maire Tecnimont S.p.A. –, sotto forma di aumento di capitale, in modo tale che la stessa possa trovarsi nuovamente in una situazione di equilibrio patrimoniale. In particolare, è previsto che la ricapitalizzazione di Tecnimont S.p.A. avvenga sia attraverso l'immissione di cassa rinveniente dagli Aumenti di Capitale e dalla nuova finanza erogata dalle banche in esecuzione dei Contratti di Nuova Finanza, sia attraverso operazioni di accollo liberatorio, con successiva rinuncia al credito di regresso, di debiti di Tecnimont S.p.A. nei confronti di altre società del Gruppo da parte della Società.

Come evidenziato dagli Amministratori nella loro Relazione, si sottolinea come alcune assunzioni relative al complessivo piano di ristrutturazione finanziaria e rilancio del Gruppo presentino profili di soggettività e rischio di particolare rilievo e che la loro mancata realizzazione potrebbe incidere in modo significativo sui processi di riorganizzazione dell'attività aziendale e quindi sul raggiungimento degli obiettivi del Piano Industriale e in particolare (i) il processo di riposizionamento di business; (ii) il successo delle operazioni di dismissione previste per complessivi Euro 300 milioni circa; (iii) l'evoluzione della marginalità delle commesse; e (iv) le incertezze legate alla realizzazione del piano finanziario complessivo.

Conseguentemente, secondo quanto viene riferito dagli Amministratori, i rischi connessi al perfezionamento dell'intera manovra finanziaria descritta in precedenza, oltre che i risultati negativi consuntivati dal Gruppo Maire Tecnimont negli ultimi due esercizi e il deficit

patrimoniale consolidato al 31 dicembre 2012, indicano l'esistenza di significativi fattori di incertezza che possono far sorgere dubbi significativi sulla continuità aziendale e sulla capacità dello stesso di continuare la propria operatività per un prevedibile futuro, anche tenuto conto dei fattori di rischio connessi all'attività del Gruppo e della significativa situazione di tensione finanziaria. Tuttavia, nella Relazione gli Amministratori dichiarano, sulla base delle azioni delineate nel piano di riorganizzazione finanziaria, degli impegni assunti dal socio Maire Gestioni S.p.A. e da ARDECO, dell'*agreement* stipulato con Barclays Bank PLC e Banca IMI S.p.A. come precedentemente descritto [per una specifica descrizione dei termini e delle condizioni dell'agreement stipulato con Barclays Bank PLC e Banca IMI, cfr. il paragrafo 3(b), pagina 12 della Relazione], di ritenere che il Gruppo e la Società abbiano adeguate risorse per continuare l'esistenza operativa in un prevedibile futuro e hanno ritenuto pertanto appropriato utilizzare il presupposto della continuità aziendale per la redazione del bilancio consolidato chiuso al 31 dicembre 2012.

In base dunque a quanto riferito dagli Amministratori nella loro Relazione, l'Aumento Riservato dagli stessi proposto deve intendersi strumentale e, per certi aspetti, propedeutico – dunque inscindibilmente collegato – al piano di risanamento patrimoniale e finanziario della Società e del Gruppo.

3. NATURA E PORTATA DELLA PRESENTE RELAZIONE

Come anticipato, ai sensi dell'art. 2441, quarto comma, secondo periodo, del codice civile, il prezzo di emissione delle azioni nell'ambito dell'aumento di capitale con esclusione del diritto di opzione nei limiti del 10% del capitale preesistente della Società deve corrispondere al valore di mercato delle azioni stesse e ciò deve essere confermato in apposita relazione da un revisore legale o da una società di revisione contabile.

Con riferimento al requisito della corrispondenza del prezzo di emissione al valore di mercato, così come richiesto dalla norma sopra richiamata, il Consiglio di Amministrazione ha ritenuto, nelle circostanze, di proporre all'Assemblea un prezzo pari a Euro 9 post-raggruppamento azionario (e quindi Euro 0,90 per azione ordinaria ante-raggruppamento azionario), che nella circostanza specifica è stato individuato come valore corrispondente al prezzo di mercato e parimenti corrispondente al prezzo indicato da ARDECO in una specifica offerta.

Il Consiglio di Amministrazione tenutosi in data 5 aprile 2013, anche in forza dell'art. 6 dello Statuto, ha approvato il prezzo di sottoscrizione di Euro 0,90 ante-raggruppamento azionario e, quindi, Euro 9 post-raggruppamento azionario, corrispondente a giudizio degli Amministratori al valore di mercato delle azioni, ai sensi del dettato dell'art. 2441, comma 4, secondo periodo del codice civile, e verificato lo stesso in base alla stima del valore effettivo del capitale economico della Società, fondata su un'ampia base informativa e su un'analisi dei fondamentali mediante il ricorso ad una pluralità di criteri.

In particolare, al fine di determinare il prezzo di emissione negoziato con ARDECO, il Consiglio di Amministrazione si è avvalso dell'ausilio di un esperto indipendente, il quale, ai medesimi fini, ha adottato criteri di valutazione condivisi dalla teoria finanziaria e in linea con la migliore prassi professionale, basati in particolare i) sulle evidenze di mercato, sia con riferimento ai corsi di Borsa della Società (metodo delle quotazioni di Borsa), sia mediante il ricorso ad analisi di aziende comparabili quotate (metodo dei multipli di Borsa), e ii) sulle grandezze fondamentali della Società (metodo finanziario, nella versione dell'*Unlevered Discounted Cash Flow – UDCF*).

Con riferimento al requisito della corrispondenza del prezzo di emissione al valore di mercato, così come richiesto dalla norma sopra richiamata, il Consiglio di Amministrazione ha ritenuto, nelle circostanze, di proporre all'Assemblea la determinazione di un prezzo puntuale e "finale" di emissione delle azioni corrispondente al valore di mercato delle stesse.

La presente relazione ha la finalità di rafforzare l'informativa a favore degli Azionisti esclusi dal diritto di opzione in ordine alla proposta di aumento di capitale in esame, esclusivamente in relazione all'adeguatezza del criterio utilizzato dagli Amministratori, e alla sua corretta applicazione, ai fini della determinazione del prezzo di emissione delle azioni.

La presente relazione indica pertanto i criteri proposti dagli Amministratori per la determinazione del prezzo di emissione delle nuove azioni e le eventuali difficoltà di valutazione dagli stessi incontrate ed è costituita dalle nostre considerazioni sull'adeguatezza, sotto il profilo della ragionevolezza e non arbitrarietà, nelle circostanze, di tali criteri, nonché sulla loro corretta applicazione.

Nell'esecuzione del presente incarico non abbiamo effettuato una valutazione economica della Società, che esula dalle finalità dell'attività a noi richiesta.

4. DOCUMENTAZIONE UTILIZZATA

Nello svolgimento del nostro lavoro abbiamo ottenuto, direttamente dalla Società o per suo tramite, i documenti e le informazioni ritenuti utili nella fattispecie.

Più in particolare, abbiamo analizzato la seguente documentazione:

- verbale del Consiglio di Amministrazione del 29 aprile 2013 che ha approvato la Relazione Illustrativa, dando ampio mandato al Presidente Dr. Fabrizio Di Amato e ai Consiglieri Dr. Pierroberto Folgiero e Avv. Paolo Tanoni, disgiuntamente tra loro, di apportare alla Relazione Illustrativa le eventuali modifiche ed integrazioni necessarie provenienti dai legali delle banche nei tempi richiesti per la trasmissione a Consob e la messa a disposizione del pubblico;
- Relazione Illustrativa del Consiglio di Amministrazione datata 9 maggio 2013 per la proposta di aumento di capitale sociale della Società;
- bozza del verbale del Consiglio di Amministrazione del 9 maggio 2013 che ha approvato la Relazione Illustrativa così come modificata sulla base del mandato di cui al precedente verbale del 29 aprile 2013;
- "Fairness Opinion sul prezzo di emissione di nuove azioni nell'ambito del previsto aumento di capitale con esclusione del diritto di opzione – ai sensi e per gli effetti di cui all'art. 2441, comma 4, del codice civile e dell'art. 158 del D.Lgs. 58/98 – di Maire Tecnimont", predisposta dall'esperto indipendente in data 5 aprile 2013;
- andamento dei prezzi di mercato delle azioni Maire Tecnimont S.p.A. registrate sul Mercato Telematico Azionario di Borsa Italiana dal 1 gennaio 2012 al 29 marzo 2013 ed altre informazioni quali volatilità del titolo e volumi medi giornalieri;
- Statuto vigente della Società, per le finalità di cui al presente lavoro;
- bilancio d'esercizio e bilancio consolidato di Maire Tecnimont S.p.A. al 31 dicembre 2012, da noi assoggettati a revisione contabile e relative relazioni di revisione – che contengono un richiamo d'informativa relativo ai significativi fattori di incertezza che possono far sorgere dubbi significativi sulla continuità aziendale – emesse in data 9 aprile 2013;
- Maire Tecnimont 2012-2017 Strategic Plan predisposto da Bain & Co, approvato dal Consiglio d'Amministrazione in data 4 febbraio 2013;
- "Addendum on the Power Business Strategy" approvato dal Consiglio di Amministrazione in data 05 aprile 2013;
- Maire Tecnimont Financial Plan predisposto dall'advisor Banca Leonardo e approvato dal Consiglio di Amministrazione in data 5 aprile 2013;

- Independent Business Review predisposta da un terzo indipendente in data 14 febbraio 2013;
- Attestazione ai sensi dell'art. 67, comma 3, lettera d), R.D. 16 marzo 1942, n. 267 (Legge Fallimentare), emessa in data 12 aprile 2013.

Abbiamo inoltre ottenuto specifica ed espressa attestazione, mediante lettera rilasciata dalla Società in data 16 maggio 2013 che, per quanto a conoscenza della Direzione di MET, non sono intervenute modifiche significative ai dati ed alle informazioni presi in considerazione nello svolgimento delle nostre analisi.

5. METODI DI VALUTAZIONE ADOTTATI DAGLI AMMINISTRATORI PER LA DETERMINAZIONE DEL PREZZO DI EMISSIONE DELLE AZIONI

Gli Amministratori riferiscono che la determinazione dei termini finanziari dell'Aumento di Capitale di MET è stata approvata dal Consiglio di Amministrazione in data 5 aprile 2013, che ne ha successivamente verificato la relativa congruità ai sensi del dettato dell'art. 2441, comma 4, secondo periodo, del codice civile, anche attraverso una stima analitica del capitale economico della Società, tenuto conto dell'attitudine del mercato a riconoscere tale valore. Come anticipato, al fine di determinare il prezzo di emissione il Consiglio di Amministrazione si è avvalso dell'ausilio di un esperto indipendente.

In particolare, il Consiglio di Amministrazione argomenta come il prezzo di emissione con esclusione del diritto di opzione deve essere idoneo, da un lato, a tutelare gli azionisti della Società che sono privati del diritto di opzione, al fine di evitare un'espropriazione del valore delle azioni da loro detenute a beneficio dei terzi, e, dall'altro, a consentire di cogliere le migliori opportunità esistenti nell'interesse della Società sia sotto il profilo industriale che per la raccolta di nuove risorse finanziarie al servizio del piano di risanamento complessivo del Gruppo onde preservarne la continuità aziendale. Sul piano della razionalità economica, la determinazione del prezzo di emissione delle azioni rinvenienti dall'Aumento Riservato ha dunque implicato un giudizio di congruità e di corretto bilanciamento tra le posizioni dei vecchi soci e dei nuovi entranti. Non si può tuttavia tralasciare che un'operazione di aumento di capitale riservato comporta comunque una valutazione di convenienza, legata ai vantaggi per la «creazione» di valore che l'aumento di capitale con speciali finalità comporta.

Per sua stessa natura, inoltre, il prezzo di emissione con esclusione del diritto di opzione è un prezzo di offerta a potenziali sottoscrittori e, come tale, se da un lato deve tener conto del valore del capitale economico attribuibile alla società, dall'altro deve considerare la disponibilità dei destinatari dell'offerta a riconoscere tale valore di "ingresso". Ciononostante la congruità dei termini dell'operazione va distinta dalla sua convenienza, la quale deve essere valutata alla luce della creazione di valore che le particolari modalità di svolgimento lasciano prevedere.

Il valore di Borsa non è stato considerato dagli Amministratori esaustivo per la determinazione del prezzo di emissione, ciò in particolare per la elevata volatilità che ha caratterizzato il prezzo del titolo Maire Tecnimont; tale volatilità è stata infatti significativamente superiore alla media di mercato, indotta dalle tensioni speculative al ribasso generate dall'incertezza relativa all'esito del processo di riorganizzazione finanziaria oltre che da comunicazioni al mercato di informazioni specifiche che hanno interessato il Gruppo in un periodo in cui già l'intero mercato borsistico è stato interessato da forti oscillazioni dovute all'attuale contesto economico e congiunturale.

Si sottolinea, inoltre, come le valutazioni degli Amministratori si siano basate sul Piano predisposto in ipotesi di continuità aziendale e contenente le risultanze relative della Manovra complessiva che interesserà il Gruppo. In assenza della realizzazione delle ipotesi contenute nel Piano, nonché di realizzazione della Manovra complessiva, le proiezioni contenute nel Piano stesso non potrebbero essere considerate affidabili per le finalità delle analisi di seguito esposte.

Tenuto conto di quanto sopra gli Amministratori dichiarano di ritenere che il prezzo definito per l'aumento di capitale sia congruo in quanto in linea con il valore di mercato e non pregiudizievole di alcun diritto degli attuali azionisti che non potranno esercitare il loro diritto di opzione in quanto escluso ai sensi dell'art. 2441, comma quarto, secondo periodo del codice civile.

Più in particolare, gli Amministratori hanno adottato, ai fini della stima del prezzo di emissione delle nuove azioni, criteri di valutazione basati:

- sulle evidenze di mercato, sia con riferimento ai corsi di Borsa della Società, sia mediante l'analisi di confronto con aziende comparabili quotate;
- sulle grandezze fondamentali della Società;

In particolare, la scelta si è orientata sui seguenti criteri:

- metodo delle quotazioni di Borsa;
- metodo dei multipli di Borsa;
- metodo finanziario, nella versione dell'Unlevered Discounted Cash Flow (UDCF).

Il Consiglio di Amministrazione ha ritenuto opportuno non identificare un criterio principale, attribuendo uguale peso ai tre criteri adottati nella determinazione finale dell'intervallo relativo al valore per azione di MET.

5.1 Metodo delle quotazioni di Borsa

Ai fini dell'applicazione del metodo delle quotazioni di Borsa, gli Amministratori hanno fatto riferimento alle quotazioni di Borsa registrate nel semestre antecedente al 29 marzo 2013, determinando l'intervallo di valori sulla base della media semplice e la media ponderata per i volumi dei prezzi registrati nel suddetto periodo di rilevazione. In particolare, sulla base delle analisi svolte e del criterio enunciato il valore per azione di MET risulta compreso nell'intervallo tra 0,416 e 0,447 Euro per azione ante raggruppamento azionario e compreso nell'intervallo tra Euro 4,16 e Euro 4,47 per azione post-raggruppamento azionario.

In particolare, mediante l'utilizzo del Metodo delle Quotazioni di Borsa gli Amministratori hanno riconosciuto alla Società un valore pari a quello attribuitole dal mercato nel quale le sue azioni sono trattate, individuando negli effettivi prezzi espressi dal mercato stesso, un indicatore del valore del capitale economico.

Periodo di riferimento (*)	Media semplice dei prezzi (in Euro)	Media semplice dei prezzi (in Euro) Simulazione Post Raggruppamento	Media dei prezzi ponderata per volumi (in Euro)	Media dei prezzi ponderata per volumi (in Euro) Simulazione Post Raggruppamento
ultimo mese	0,347	3,470	0,352	3,520
ultimi 2 mesi	0,365	3,650	0,366	3,660
ultimi 3 mesi	0,395	3,950	0,404	4,040
ultimi 4 mesi	0,394	3,940	0,403	4,030
ultimi 6 mesi	0,447	4,470	0,416	4,160
ultimi 9 mesi	0,499	4,990	0,468	4,680
ultimi 12 mesi	0,534	5,340	0,526	5,260
ultimi 18 mesi	0,658	6,580	0,758	7,580
ultimi 24 mesi	0,865	8,650	0,890	8,900
dall'1/11/2012	0,402	4,020	0,401	4,010

(*) Rilevazioni a far data dal 29 marzo 2013

L'andamento delle quotazioni di Borsa è stato ritenuto dal Consiglio di Amministrazione sufficientemente rappresentativo del valore del capitale economico di MET in ragione dell'elevato rapporto di *turnover velocity* e di un adeguato flottante, che hanno caratterizzato il titolo Maire nel periodo di rilevazione. Di per sé pertanto il metodo delle quotazioni di Borsa sarebbe stato, secondo gli Amministratori, in prima battuta sufficiente a fornire un valore di riferimento al di sotto del quale non sarebbe stato possibile posizionare la determinazione del prezzo di emissione dell'Aumento Riservato, e ciò anche alla luce della previsione statutaria sopra richiamata.

Nella propria Relazione gli Amministratori evidenziano, altresì, la volatilità che ha caratterizzato il titolo Maire nel medesimo periodo, significativamente superiore alla media di mercato, ed indotta, sulla base di quanto indicato dagli stessi Amministratori, dalle tensioni speculative al ribasso generate dall'incertezza relativa all'esito del processo di ristrutturazione finanziaria.

In relazione alla rilevante volatilità evidenziata sopra, il Consiglio di Amministrazione ha ritenuto opportuno, nella specifica circostanza, non ricorrere al solo metodo delle quotazioni di Borsa, ma affiancare allo stesso ulteriori metodi ed in particolare un metodo basato sempre sulle evidenze di mercato (Metodo dei Multipli di Borsa) ed un metodo basato sui fondamentali della Società (Metodo Finanziario).

5.2 Metodo dei Multipli di Borsa

Mediante il Metodo dei Multipli di Borsa gli Amministratori hanno stimato il valore del capitale economico della Società sulla base dei prezzi negoziati nei mercati organizzati per titoli rappresentativi di quote di capitale di imprese comparabili alla Società. Scopo di tale metodo è, infatti, quello di sviluppare rapporti fondati sugli effettivi prezzi di quotazione dei titoli delle società comparabili e finalizzati ad individuare la relazione che lega il prezzo di mercato delle imprese con variabili economiche aziendali fondamentali.

Lo schema di applicazione dell'approccio alla valutazione di un'impresa basato sui multipli si compone di quattro momenti principali:

- la scelta di un campione di società comparabili all'oggetto di valutazione;
- il calcolo dei multipli per le società selezionate;
- il calcolo dei multipli medi delle società del gruppo selezionato;
- l'applicazione dei multipli medi individuati alla società oggetto di stima.

Con riferimento ai Multipli di Borsa, gli Amministratori hanno utilizzato un panel di società che potessero essere considerate comparabili, nei limiti della disponibilità, rilevato a livello mondiale nel settore dell'impiantistica (engineering, procurement, construction).

In particolare, il Consiglio di Amministrazione ha utilizzato dei multipli fondati su valori previsionali delle grandezze di riferimento (EBITDA), in conseguenza della straordinarietà delle condizioni che hanno prodotto i risultati più recenti della Società e del processo di riorganizzazione di business in corso, condizioni che rendono poco rappresentativi i risultati consuntivi. Le stime del 2013 e del 2014 incorporano, invece, gli effetti delle azioni strategiche e finanziarie contenute nel piano di rifinanziamento negoziato con gli istituti di credito e di riorganizzazione aziendale.

Gli Amministratori hanno utilizzato il multiplo EV/EBITDA (derivato confrontando i prezzi delle società comparabili rilevati negli ultimi sei mesi con i risultati previsti per il 2013 ed il 2014 dal *consensus* degli analisti), in quanto ritenuto dagli Amministratori quale migliore approssimazione di un indicatore che tenesse conto

della marginalità attesa e non risentisse di eventuali politiche contabili. L'analisi degli altri moltiplicatori (EV/Sales, P/E e P/BV) ha, inoltre, evidenziato per gli Amministratori una elevata volatilità, nonché una significativa dispersione dei possibili risultati.

I moltiplicatori identificati dagli Amministratori, applicati ai dati previsionali 2013 e 2014 di Maire Tecnimont, definiscono il Valore Operativo della Società che, ai fini della determinazione dell'Equity Value, è stato quindi rettificato di quanto segue:

- il valore attuale, stimato mediante l'adozione dei medesimi tassi di attualizzazione impiegati per il Metodo Finanziario descritto nel seguito, delle attività e passività accessorie così come descritte e riflesse nel Piano, in quanto non rappresentabili dalla semplice applicazione del multiplo. In particolare, tra le attività accessorie sono state considerate dagli Amministratori le variazioni di circolante relative alle joint venture (non riflesse nell'EBITDA utilizzato), gli oneri straordinari connessi all'ottimizzazione del personale, il rimborso dei fornitori scaduti, i costi di transazione relativi alla rinegoziazione del debito e alle operazioni di Aumento di Capitale, nonché i benefici fiscali derivanti dall'utilizzo delle perdite pregresse;
- il valore attuale, stimato mediante l'adozione dei medesimi tassi di attualizzazione impiegati per il Metodo Finanziario, delle attività in dismissione (considerando gli importi indicati nella Manovra al netto delle rettifiche identificate nell'ambito dell'*Independent Business Review*), per le stesse motivazioni di cui al punto precedente;
- il valore della posizione finanziaria netta al 31 dicembre 2012, così come rappresentata nella Situazione Preconsuntiva riportata nel documento di Manovra ("Financial Plan" approvato dal Consiglio di Amministrazione in data 5 aprile 2013).

  Sulla scorta di quanto precede il valore per azione ordinaria di Maire Tecnimont così determinato dagli Amministratori risulta compreso in un intervallo tra 0,62 e 0,87 Euro per azione ante-raggruppamento azionario e compreso tra 6,2 e 8,7 Euro per azione post-raggruppamento azionario (rispettivamente determinati applicando i multipli, come sopra definiti, agli esercizi 2013 e 2014).

5.3 Metodo finanziario - UDCF

L'applicazione del metodo finanziario nella versione dell'Unlevered Discounted Cash Flow – UDCF si basa su considerazioni relative alla capacità della Società di creare valore, a partire dalla sua gestione operativa e dalla struttura finanziaria.

In particolare, il valore della Società sulla base del metodo UDCF è stato stimato dagli Amministratori attraverso la somma delle seguenti componenti.

Valore operativo

Determinato dagli Amministratori come somma delle parti del valore delle diverse aree di attività aziendali, così come identificate nel Piano Industriale ed articolato per le principali entità giuridiche. A tale riguardo gli Amministratori precisano che ai fini della determinazione del Valore operativo, relativamente alla sola controllata Tecnimont Civil Construction ed alle commesse minori relative al settore infrastrutture facenti capo a Tecnimont, il Piano utilizzato comprende la valorizzazione del solo esercizio 2013 in quanto tali attività sono previste in dismissione.

I flussi di cassa operativi sono stati attualizzati alla data di riferimento della valutazione (31 marzo 2013), mediante l'impiego del costo medio ponderato del capitale differenziato per i diversi settori che compongono la Società, determinato

sulla base dei parametri condivisi con l'esperto indipendente. Si riporta di seguito il dettaglio dei tassi utilizzati ai fini della determinazione del *range*:

Tasso di attualizzazione (WACC post tax)	Valore inferiore	Valore superiore
Settore OG&P	11,0%	13,0%
Settore Energia	14,0%	16,0%
Settore Infrastrutture	9,3%	11,3%

Il valore residuo (TV) è stato determinato dagli Amministratori sulla base del flusso di cassa "normalizzato" al netto delle imposte (NOPAT – Net Operating Profit After Tax), ipotizzando la coincidenza tendenziale nel lungo termine tra investimenti ed ammortamenti. In particolare, il flusso di cassa "normalizzato", stimato mediante il calcolo della media aritmetica dei flussi prospettici del Piano, con un tasso di crescita compreso tra 0% e 2% per il settore Oil&Gas e Petrolchimico e tra 0% e 1% per il settore Energia. Tali tassi sono stati stimati dagli Amministratori con il supporto dell'esperto indipendente, sulla base delle prospettive di crescita attesa così come evidenziate dalle analisi contenute nel Piano Industriale.

Invece, per le ragioni sopra richiamate gli Amministratori hanno ipotizzato un valore residuo nullo per il settore infrastrutture, di cui è prevista la dismissione in quanto ritenuto non più strategico.

Valore della posizione finanziaria netta, alla data di valutazione.

La posizione finanziaria netta al 31 dicembre 2012 è stata determinata dagli Amministratori così come rappresentata nella Situazione Preconsuntiva riportata nel documento di Manovra ("Financial Plan" approvato dal Consiglio di Amministrazione in data 5 aprile 2013).

Valore delle attività e passività accessorie.

Quali attività accessorie gli Amministratori hanno considerato le variazioni di circolante relative alle joint venture (non riflesse nell'EBITDA utilizzato), le uscite monetarie relative all'ottimizzazione delle risorse umane, il rimborso dei fornitori scaduti, i costi di transazione relativi alla rinegoziazione del debito e alle operazioni di Aumento di Capitale, gli investimenti in brevetti/progetti di Energy & Ventures, nonché i benefici fiscali derivanti dall'utilizzo delle perdite pregresse nell'orizzonte di Piano e quelli derivanti dall'indebitamento finanziario esistente, non inclusi nella stima del tasso di attualizzazione (coincidente con il costo del capitale proprio *unlevered*).

Valore delle attività in dismissione.

Tali attività sono state valorizzate dagli Amministratori sulla base del valore attuale degli importi inclusi nel Piano, al netto delle rettifiche individuate nell'*Independent Business Review*.

Alla luce delle ipotesi adottate e delle stime condotte, il valore per azione ordinaria della Società ante Aumento di Capitale, determinato dagli Amministratori mediante l'applicazione del metodo *UDCF* è compreso tra 1,33 e 1,51 Euro (13,3 e 15,1 Euro per azione post-raggruppamento azionario), in conseguenza di un intervallo determinato sulla base dei *range* di WACC e g sopra indicati.

5.4 Conclusioni degli Amministratori

Sulla base di quanto indicato dagli Amministratori nella loro Relazione, l'applicazione dei criteri adottati non conduce all'identificazione di un intervallo di valori comune al

quale riferirsi per la definizione del prezzo per ogni azione ordinaria di Maire da emettersi ai sensi e per gli effetti di cui all'art. 2441, comma 4, secondo periodo del codice civile, e dell'art. 158 del D.Lgs. 58/98.

Considerate anche le risultanze del parere dell'esperto indipendente, il Consiglio di Amministrazione ha ritenuto ragionevole determinare il prezzo di emissione mediante il calcolo della media aritmetica dei valori inferiore e superiore che emergono dall'applicazione di ciascun criterio.

In particolare la scelta di contemperare criteri indicativi dei valori espressi dal mercato (Quotazioni e Multipli di Borsa) con un criterio espressivo dei fondamentali della Società (*UDCF*) mira al raggiungimento della definizione di un prezzo di emissione che, da un lato, tuteli gli azionisti della Società che sono privati del diritto di opzione, al fine di evitare una espropriazione di valore delle azioni da loro detenute, e, dall'altro, consenta di cogliere le migliori opportunità esistenti nell'interesse della Società.

Per i limiti evidenziati nelle sezioni dedicate a ciascuno dei metodi individuati (es. volatilità delle quotazioni di Borsa, dispersione dei Multipli di Mercato, incertezza legata ai flussi di cassa utilizzati per l'*UDCF*) gli Amministratori ritengono, pertanto, di determinare l'intervallo del capitale economico di Maire Tecnimont considerando la media aritmetica dei valori inferiore e superiore, scaturenti dall'applicazione di ciascuna metodologia individuata.

Tale intervallo è compreso tra Euro 0,79 e 0,94 per ogni azione ordinaria (7,9 e 9,4 Euro per azione post-raggruppamento azionario), come evidenziato nella tabella di seguito riportata.

Valore unitario azioni (euro)	Pre-Raggruppamento		Post-Raggruppamento	
	Valore Inferiore	Valore Superiore	Valore Inferiore	Valore Superiore
Metodo delle Quotazioni di Borsa	0,42	0,45	4,20	4,50
Metodo dei Multipli di Borsa	0,62	0,87	6,20	8,70
Metodo Finanziario - UDCF	1,33	1,51	13,30	15,10
Media Valori Unitari Azione	**0,79**	**0,94**	**7,90**	**9,40**

Sulla base delle risultanze sopra esposte e avuto riguardo al fatto che l'ingresso di ARDECO attraverso l'Aumento Riservato rappresenta uno dei presupposti del piano di risanamento e riorganizzazione finanziaria della Società e del Gruppo e che la disponibilità di tale nuovo investitore ad investire nella Società prevede che il prezzo di sottoscrizione per le azioni da emettere sia pari ad Euro 0,90 per ogni azioni ante raggruppamento azionario (e quindi Euro 9 post-raggruppamento azionario) in relazione all'Aumento Riservato, il Consiglio di Amministrazione ha ritenuto di fare riferimento al limite superiore – arrotondato per difetto – del valore riscontrato e di ritenere pertanto congruo un prezzo di sottoscrizione pari a Euro 0,90 ante-raggruppamento azionario (e quindi Euro 9 post-raggruppamento azionario) per ogni azione di nuova emissione.

6. DIFFICOLTÀ DI VALUTAZIONE RISCONTRATE DAL CONSIGLIO DI AMMINISTRAZIONE

Nella Relazione del Consiglio di Amministrazione vengono indicate le difficoltà incontrate dagli Amministratori in relazione alla determinazione del prezzo proposto per l'emissione di nuove azioni ordinarie con esclusione del diritto di opzione nell'ambito del previsto Aumento di Capitale di MET, di cui al precedente paragrafo. In particolare:

- **Criteri di valutazione**: le stime effettuate risentono dei limiti e delle specificità proprie dei diversi metodi di valutazione utilizzati;
- **Utilizzo di dati previsionali**: le metodologie di valutazione adottate si sono basate sui dati prospettici consolidati di MET contenuti nel Piano, dati che per loro natura contengono elementi di incertezza e sono potenzialmente soggetti a variazioni, anche significative, in caso di cambiamenti del contesto di mercato e dello scenario macroeconomico di riferimento. In particolare, alcune assunzioni relative al Piano presentano profili di soggettività e rischio di particolare rilievo e la loro mancata realizzazione potrebbe incidere in modo significativo sui processi di riorganizzazione dell'attività aziendale e quindi sul raggiungimento degli obiettivi del Piano Industriale con specifico riferimento a (i) il processo di riposizionamento di business e il raggiungimento degli obiettivi di sviluppo delle nuove linee di business (ii) il successo delle operazioni di dismissione previste per complessivi Euro 300 milioni circa; (iii) l'evoluzione della marginalità delle commesse; e (iv) le incertezze legate alla realizzazione del piano di ristrutturazione finanziaria complessivo;
- **Operatività della Società nel comparto delle grandi commesse internazionali**: si tratta di un contesto di particolare complessità per elementi quali, a titolo esemplificativo e non esaustivo:
  - l'aleatorietà nell'ottenimento delle commesse;
  - il rilievo dimensionale e l'influenza di ciascuna sul risultato complessivo aziendale;
  - l'articolazione e la complessità delle strutture contrattuali che governano le commesse;
  - la loro estensione temporale e l'impegno di lungo periodo, insieme alla conseguente rischiosità di controparte.
- **La dipendenza dei risultati di piano da variabili esogene di mercato**: l'evoluzione attesa di mercato presenta un rischio generale connesso alla variabilità dei risultati in termini di commesse acquisite e conseguenti ricavi, fortemente dipendenti dall'evoluzione di variabili esogene quali, principalmente, le condizioni macroeconomiche, la crescita del costo dell'energia, l'evoluzione dei consumi.
- **Volatilità dei mercati finanziari**: la situazione economica e finanziaria di sistema, ancora lungi dall'apparire stabilizzata, è all'origine di un'accentuata volatilità dei mercati finanziari, cui si aggiungono situazioni specifiche riguardanti i titoli di MET. Si noti, al riguardo, che i prezzi di borsa delle azioni ordinarie di MET sono passati da un dato medio relativo agli ultimi 24 mesi pari a Euro 0,87, ad un valore medio riferito agli ultimi 6 mesi pari a Euro 0,48 con uno scostamento negativo nell'intorno del 48,3%;
- **Dismissione di attività aziendali**: coerentemente con quanto rilevato nella già citata *Independent Business Review*, vi sono aree di incertezza in merito alla cessione di *asset* previste nel Piano, sia in termini di *timing* che di valori attesi, rispetto alle quali gli Amministratori dichiarano che sono state comunque adottate ipotesi prudenziali.

7. LAVORO SVOLTO

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

- esaminato i verbali del Consiglio di Amministrazione della Società del 29 aprile 2013 e la bozza del 9 maggio 2013;
- svolto una lettura critica della Relazione degli Amministratori e, in particolare, dei metodi di valutazione adottati dagli Amministratori e dall'esperto indipendente, al fine di riscontrarne l'adeguatezza, sotto il profilo di ragionevolezza e non arbitrarietà;

- raccolto ed esaminato gli elementi utili a riscontrare che tali metodi fossero tecnicamente idonei, nelle specifiche circostanze, sotto un profilo di ragionevolezza e non arbitrarietà, alla determinazione del prezzo di emissione delle azioni;
- considerato gli elementi necessari ad accertare che il prezzo di emissione delle azioni determinato dagli Amministratori fosse corrispondente al loro valore di mercato;
- riscontrato la completezza e non contraddittorietà delle motivazioni indicate dal Consiglio di Amministrazione in merito alla scelta del predetto valore;
- esaminato, per le finalità di cui al presente lavoro, lo Statuto vigente della Società;
- verificato la coerenza dei dati utilizzati con le fonti di riferimento, ivi compresa la documentazione utilizzata, descritta nel precedente paragrafo 4, nonché verificato la correttezza aritmetica dei calcoli effettuati;
- discusso con l'esperto indipendente incaricato dalla Società di predisporre la *Fairness Opinion*, analizzando le assunzioni fatte ed i criteri adottati ed ottenendo laddove possibile i riscontri documentali ritenuti necessari per le circostanze;
- effettuato verifiche sull'andamento delle quotazioni di borsa delle azioni della Società dal 1 gennaio 2012 al 29 marzo 2013, coerentemente con quanto effettuato dagli Amministratori, e rilevato altre informazioni quali, a titolo esemplificativo, periodo temporale di riferimento, significatività dei prezzi considerati, tipologia di media usata, caratteristiche del flottante, volatilità del titolo e volumi medi giornalieri; abbiamo altresì esteso l'analisi delle rilevazioni del prezzo di borsa fino al 14 maggio 2013;
- svolto analisi di sensibilità sull'andamento delle quotazioni di borsa delle azioni Maire nei 6 mesi precedenti la data della Relazione degli Amministratori e, a tal fine, calcolato la media semplice e ponderata per i volumi delle quotazioni del titolo nei diversi intervalli dei 6 mesi precedenti la data della Relazione degli Amministratori,
- riscontrato la corretta applicazione dei criteri prescelti dagli Amministratori per la determinazione del prezzo di emissione delle azioni. Nello specifico sono state riscontrate le modalità applicative sviluppate dagli Amministratori ai fini del Metodo dei Multipli di Mercato e del Metodo UDCF, nonché riscontrato la ragionevolezza dei parametri dagli stessi utilizzati;
- ricevuto formale attestazione dei legali rappresentanti della Società sugli elementi di valutazione messi a nostra disposizione e sul fatto che, per quanto a loro conoscenza, alla data del nostro parere, non sussistono modifiche significative da apportare ai dati di riferimento dell'operazione e agli altri elementi presi in considerazione;
- la verifica delle motivazioni degli Amministratori riguardanti il criterio valutativo da essi adottato e la coerenza dei dati utilizzati dagli stessi nella determinazione del prezzo di emissione rispetto alle fonti di riferimento e alla documentazione utilizzata.

8. COMMENTI SULL'ADEGUATEZZA DEI METODI DI VALUTAZIONE ADOTTATI DAGLI AMMINISTRATORI PER LA DETERMINAZIONE DEL PREZZO DI EMISSIONE DELLE AZIONI

In primo luogo, con riferimento alla scelta degli Amministratori di individuare un prezzo finale, si sottolinea come essa risulti, in linea di principio, non in linea con la prassi recente e con la dottrina espressasi sul tema. In tale ambito, come meglio specificato nel prosieguo, gli Amministratori nell'identificare un valore puntuale del prezzo di emissione hanno ritenuto di determinarne il relativo valore attraverso l'utilizzo di criteri che ricorrono ai valori fondamentali (*UDCF*) oltre che apprezzarne il valore di mercato al di là dei corsi di borsa (Multipli di Mercato). Il giudizio integrato derivante dall'applicazione dei tre criteri di valutazione è stato definito dagli Amministratori al fine di cogliere le indicazioni di valore rivenienti dal mercato (Quotazione di Borsa e Metodo dei Multipli), nonché le prospettive di crescita espresse nei Piani approvati dal Gruppo (Metodo *UDCF*).

In particolare, il valore di Borsa (generalmente utilizzato nella prassi recente in coerenza col dettato normativo) non è stato considerato dagli Amministratori esaustivo per la determinazione del prezzo di emissione, per la elevata volatilità che ha caratterizzato il prezzo del titolo Maire Tecnimont. Secondo quanto specificato nella loro Relazione, gli Amministratori indicano come tale volatilità sia stata infatti significativamente superiore alla media di mercato, indotta dalle tensioni speculative al ribasso generate dall'incertezza relativa all'esito del processo di riorganizzazione finanziaria oltre che da comunicazioni al mercato di informazioni specifiche che hanno interessato il Gruppo in un periodo in cui già l'intero mercato borsistico è stato interessato da forti oscillazioni dovute all'attuale contesto economico e congiunturale.

Occorre rilevare che il riferimento al valore di mercato operato dall'art. 2441, quarto comma, secondo periodo, del codice civile, se sembra implicare di regola un riferimento ai prezzi di borsa, non esclude tuttavia l'applicabilità di un qualche correttivo agli stessi. Al riguardo, la dottrina esistente, supportata dall'ampia esperienza riscontrabile sui mercati europei, è infatti incline a ritenere che la "corrispondenza del prezzo di emissione delle azioni al valore di mercato" non debba intendersi come esatta ed assoluta coincidenza fra tali grandezze. E' infatti riconosciuto che il prezzo di emissione possa presentare qualche scostamento rispetto al valore puntuale di Borsa. A tale proposito, l'utilizzo di metodologie alternative da parte degli Amministratori nell'individuazione del prezzo di emissione appare pertanto ragionevole e non arbitrario nelle circostanze e risulta puntualmente motivato nella Relazione.

Alla luce delle sopraindicate considerazioni, il criterio di determinazione del prezzo di emissione delle azioni proposto dagli Amministratori appare coerente con la ratio della norma. Tale coerenza deve esser intesa con riferimento a criteri utilizzati per la determinazione del prezzo di emissione da parte degli Amministratori in relazione all'accordo con ARDECO e potrebbe non esser applicabile ad altre emissioni.

Sulla base delle informazioni ad oggi disponibili, esprimiamo qui di seguito le nostre considerazioni in ordine alle metodologie prescelte dagli Amministratori della Società:

- Con riferimento alla determinazione del valore del capitale economico di MET, gli Amministratori hanno evidenziato la necessità di determinare il prezzo di emissione delle azioni rinvenienti dall'Aumento Riservato sulla base di un giudizio di congruità e di corretto bilanciamento tra le posizioni dei vecchi soci e dei nuovi entranti. Tale impostazione appare adeguata in quanto, nelle circostanze, ragionevole e non arbitraria.
- Gli Amministratori hanno ritenuto di adottare sia dei criteri basati sulle evidenze di mercato, sia quello basato sulle grandezze fondamentali della Società. Tale scelta risulta coerente sia con la complessità insita nella valutazione del capitale economico di MET e del particolare momento di ristrutturazione e di ridisegno del modello di business che sta attraversando la Società, nonché con l'andamento dei corsi di Borsa che, sulla base di quanto evidenziato dagli Amministratori, non risultano rappresentativi del valore di mercato della Società.
- La scelta di attribuire eguale peso ai tre criteri permette di individuare, secondo quanto riportato dagli Amministratori, un intervallo ragionevole mediante il calcolo della media aritmetica dei valori inferiore e superiore che emergono dall'applicazione dei suddetti criteri. Si sottolinea come tale impostazione risenta delle differenze in termini di risultati derivanti dall'applicazione delle tre metodologie sopra descritte.
- La valutazione del capitale economico di MET è stata effettuata dagli Amministratori, per le finalità dell'operazione in esame e, avuto riguardo alle peculiari caratteristiche della stessa, seguendo approcci largamente condivisi dalla prassi professionale in sede di valutazione di società quotate (*Discounted Cash Flow Analysis* e Metodi di mercato). I metodi di tipo finanziario e di mercato in effetti risultano, ad oggi, quelli più diffusamente applicati, in considerazione sia della solidità e coerenza dei principi teorici di base, sia della maggiore familiarità presso investitori, esperti ed osservatori internazionali.

- Nell'applicazione di tali metodi, gli Amministratori hanno opportunamente considerato le caratteristiche ed i limiti impliciti in ciascuno di essi, sulla base della prassi valutativa professionale, nazionale ed internazionale, normalmente seguita.
- I metodi di mercato rientrano tra i metodi utilizzati nella prassi per fattispecie analoghe, in ragione della significatività del valore riconosciuto dal mercato all'impresa oggetto di valutazione ovvero ai *comparables* utilizzati ai fini valutativi. L'attendibilità dei risultati ottenuti da tali metodi dipende essenzialmente dal periodo di osservazione dei prezzi, in quanto orizzonti temporali sufficientemente estesi consentono di depurare i corsi da eventuali fattori speculativi attinenti il titolo oggetto di valutazione o da congiunture di mercato contraddistinte da elevate fluttuazioni. In particolare, gli Amministratori hanno utilizzato il metodo di mercato sulla base del condivisibile presupposto che il mercato dia indicazione in termini di valore della Società.
- Con particolare riferimento alle quotazioni di Borsa gli Amministratori hanno riconosciuto un valore pari a quello attribuitole dal mercato nel quale le sue azioni sono trattate, considerando le medie, semplici e ponderate per le quantità, delle quotazioni registrate dal titolo Maire Tecnimont nel semestre antecedente il 29 marzo 2013. Tale approccio, in generale, risulta in linea con la prassi valutativa.
- Con particolare riguardo all'ampiezza del periodo di osservazione, il riferimento operato dagli Amministratori ad un orizzonte temporale esteso è da ritenersi, nella fattispecie, opportuno, tenuto conto dell'andamento decrescente del prezzo del titolo.
- Il metodo dei multipli di Borsa è stato applicato dagli Amministratori facendo riferimento ai multipli relativi agli esercizi 2013 e 2014, focalizzandosi sul multiplo EV/EBITDA, quale migliore *proxy* del flusso di cassa disponibile. Tale scelta risulta in linea con la prassi professionale più diffusa.
- Il metodo *UDCF* adottato dagli Amministratori risulta di ampio utilizzo nella prassi aziendalistica internazionale e rientra tra i metodi basati sui flussi, riconosciuti dalla migliore dottrina. A tale proposito, si osserva che il Piano di MET relativo al periodo 2013-2017 (ad esclusione dell'addendum focalizzato sulla *business unit Power* approvato in data 5 aprile 2013) è stato assoggettato ad una *Independent Business Review* e attestazione da parte di un esperto indipendente ai sensi dell'art. 67 comma 3, lettera d) l.f.
- Gli Amministratori, attraverso il metodo dell'*UDCF*, hanno tenuto conto dell'aleatorietà di alcune variabili di scenario non controllabili da parte della Società nel procedimento di stima della rischiosità associata ai flussi di cassa, attraverso la determinazione del tasso di sconto. In particolare, con riferimento al costo medio ponderato del capitale, ai fini della determinazione del tasso di sconto da impiegare per l'attualizzazione dei flussi di cassa prospettici nell'ambito dell'*UDCF*, gli Amministratori hanno fatto riferimento al *WACC*, stimato come media del costo del debito (al netto del beneficio fiscale) e del costo del capitale proprio, ponderati con i relativi pesi in termini di valore con riferimento a ciascuna Business Unit. Il costo del capitale proprio è stato determinato dagli Amministratori con il metodo del *Capital Asset Pricing Model* tenendo conto di rischiosità specifiche associate alle diverse Business Unit. Tale scelta risulta pertanto motivata ed appare adeguata, nelle circostanze.
- Le analisi di sensibilità da noi elaborate per valutare il possibile impatto di variazioni nelle differenti ipotesi e nei parametri assunti, nell'ambito dei metodi di valutazione adottati, nonché l'analisi dell'accuratezza, anche aritmetica, dell'applicazione delle metodologie adottate dagli Amministratori, confermano la ragionevolezza e non arbitrarietà dei risultati raggiunti dagli Amministratori stessi.

Gli aspetti sopra commentati sono stati tenuti in opportuna considerazione ai fini dell'emissione della presente relazione.

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

Relativamente alle principali difficoltà e ai limiti incontrati nello svolgimento del presente incarico, si segnala quanto segue:

- la disciplina di cui all'art. 2441, quarto comma, secondo periodo, del codice civile è di recente introduzione nel nostro ordinamento: pertanto, la dottrina disponibile sul tema è ad oggi ancora limitata, con conseguente difficoltà, tra l'altro, nell'interpretazione delle nozioni di "valore di mercato" e di "corrispondenza" a quest'ultimo del prezzo di emissione delle azioni;
- le valutazioni basate sulle quotazioni di borsa sono soggette all'andamento proprio dei mercati finanziari e possono pertanto evidenziare, in particolare nel breve periodo, oscillazioni sensibili in relazione all'incertezza del quadro economico nazionale ed internazionale. Inoltre, ad influenzare l'andamento dei titoli possono anche intervenire pressioni speculative o legate a fattori esogeni di carattere straordinario ed imprevedibile, indipendenti dalle prospettive economiche e finanziarie delle singole società che potrebbero essere non pienamente riflesse nei valori espressi dal mercato. Nel caso di specie, quindi, gli Amministratori, nel processo di determinazione del prezzo di emissione, hanno ritenuto di applicare oltre alle quotazioni di borsa ulteriori metodi ed in particolare un metodo basato sempre sulle evidenze di mercato (metodo dei multipli di Borsa) ed un metodo basato sui fondamentali della Società (metodo finanziario).

Si richiama, inoltre, l'attenzione sugli aspetti di rilievo di seguito esposti.

- Con riferimento all'applicazione del metodo dei multipli di Borsa nonché del metodo finanziario UDCF per la determinazione della posizione finanziaria netta gli Amministratori hanno ritenuto di utilizzare i dati contenuti nel pre-consuntivo al 31 dicembre 2012 indicato nel documento di Manovra. La scelta operata dagli Amministratori appare coerente con i flussi prospettici considerati (che includono i dati annuali). Tale approccio ha quale presupposto la conferma delle previsioni dei flussi finanziari prospettici incluse nel Maire Tecnimont Financial Plan (anche alla luce dei risultati del primo trimestre 2013) e, conseguentemente, che variazioni delle componenti della posizione finanziaria netta del Gruppo intervenute successivamente alla redazione di tale Piano non abbiano determinato effetti apprezzabili ai fini della stima del valore unitario delle azioni della Società, avuto anche riguardo alla ponderazione operata dagli Amministratori del metodo dei multipli di Borsa e del metodo finanziario UDCF con le quotazioni di Borsa nel determinare il prezzo finale di emissione.
- L'utilizzo ai fini della determinazione del prezzo di emissione di tre metodologie che evidenziano differenze in termini di risultati derivanti dall'applicazione delle stesse, potrebbero determinare una variabilità delle conclusioni degli Amministratori in funzione di eventuali variazioni che dovessero interessare una o più metodologia applicata dagli Amministratori stessi.
- Con riferimento alla valorizzazione delle attività accessorie, ed in particolare degli *asset* in dismissione, la Relazione degli Amministratori indica come gli stessi siano stati inclusi nel valore determinato sulla base dei vari metodi di valutazione applicati. Nella maggior parte dei casi i valori attribuiti a tali *asset* derivano da stime autonome e specifiche degli Amministratori, in quanto, le trattative relative a tali dismissioni si trovano in una fase iniziale.
- La valutazione teorica del capitale economico di MET è basata sul mantenimento nel tempo del presupposto della continuità aziendale. Peraltro, il presupposto della continuità aziendale su cui si basa dipende dal raggiungimento degli obiettivi indicati nel Piano stesso, nell'ambito del quale la redditività prospettica risulta significativamente influenzata dall'andamento di variabili di scenario non controllabili da parte della Società, nonché dall'effettiva realizzazione delle azioni strategiche pianificate.

- In particolare, i rischi connessi al perfezionamento dell'intera Manovra finanziaria descritta in precedenza, oltre che i risultati negativi consuntivati dal Gruppo Maire Tecnimont negli ultimi due esercizi e il deficit patrimoniale consolidato al 31 dicembre 2012, indicano l'esistenza di significativi fattori di incertezza che possono far sorgere dubbi significativi sulla continuità aziendale e sulla capacità dello stesso di continuare la propria operatività per un prevedibile futuro, anche tenuto conto dei fattori di rischio connessi all'attività del Gruppo e della significativa situazione di tensione finanziaria.
- Gli Amministratori, nell'utilizzare il metodo dell'*UDCF*, hanno tenuto conto dell'aleatorietà di tali variabili di scenario nel procedimento di stima della rischiosità associata ai flussi di cassa, attraverso la determinazione del tasso di sconto. Tuttavia, in considerazione dell'elevato grado di dipendenza dei risultati e dei flussi di cassa della Società da tali variabili di scenario, andamenti difformi delle medesime potrebbero in ogni caso causare effetti – anche significativi – sul valore del capitale economico di MET.

10. CONCLUSIONI

Tutto ciò premesso, sulla base della documentazione esaminata e delle procedure sopra descritte, tenuto conto della natura e portata del nostro lavoro indicate nella presente relazione e fermo restando quanto evidenziato al precedente paragrafo 9, riteniamo che le modalità di applicazione del criterio individuato dall'art. 2441, quarto comma, secondo periodo, del codice civile siano adeguate in quanto, nelle circostanze, ragionevoli e non arbitrarie ai fini della determinazione di un prezzo di emissione delle azioni corrispondente al valore di mercato delle stesse al momento dell'esecuzione dell'aumento di capitale.

DELOITTE & TOUCHE S.p.A.

Fabio Pompei
Socio

Roma, 16 maggio 2013