

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

Redatto in conformità all'Allegato 4 del Regolamento recante disposizioni in materia di operazioni con parti correlate adottato da Consob con delibera n. 17221 del 12 marzo 2010, come successivamente modificato e integrato

Milano, 8 luglio 2019

Il presente Documento Informativo è disponibile presso la sede legale di FullSix S.p.A. in Milano, Piazzale Lugano n. 19, sul sito internet di FullSix S.p.A. (www.fullsix.it) nonchè presso il meccanismo di stoccaggio autorizzato "1info" (www.1info.it)

Sommario

Definizioni.....	3
Premessa	4
1. Avvertenze - Rischi connessi ai potenziali conflitti di interesse derivanti dall'Operazione.....	5
2. Informazioni relative all'Operazione.....	5
2.1 Descrizione delle caratteristiche, modalità, termini e condizioni dell'Operazione.....	5
2.2 Indicazione delle Parti correlate con cui l'Operazione è stata posta in essere, del relativo grado di correlazione, della natura e della portata degli interessi di tali parti nell'Operazione	7
2.3 Indicazione delle motivazioni economiche e della convenienza per la società dell'Operazione.....	7
2.4 Modalità di determinazione del corrispettivo dell'Operazione e valutazioni circa la sua congruità rispetto ai valori di mercato di operazioni similari	7
2.5 Illustrazione degli effetti economici, patrimoniali e finanziari dell'Operazione.....	8
2.6 Incidenza dell'operazione sui compensi dei componenti dell'organo di amministrazione della Società e/o di società da questa controllate	8
2.7 Informazioni relative agli strumenti finanziari della Società detenuti dai componenti degli organi di amministrazione e controllo, direttori generali e dirigenti della Società, eventualmente coinvolti nell'Operazione e agli interessi di questi ultimi in operazioni straordinarie.....	9
2.8 Iter di approvazione dell'Operazione	9
Attività del Comitato Parti Correlate	9
Iter di approvazione da parte del Consiglio di Amministrazione.....	11
Allegato	13

Definizioni

Documento Informativo	Indica il presente documento informativo
FullSix S.p.A. ovvero FullSix ovvero la Società o Emittente	Indica FullSix S.p.A. con sede legale in Milano, Piazzale Lugano n. 19
Procedura ovvero Procedura Parti Correlate	Indica la Procedura in Materia di Operazioni con Parti Correlate approvata dal Consiglio di Amministrazione di FullSix S.p.A., in data 30 novembre 2010 (come in seguito modificata da ultimo in data 3 luglio 2018) dal Consiglio di Amministrazione di FullSix S.p.A.
Operazione	Stipula di un regolamento quadro avente ad oggetto i finanziamenti soci erogati da OH S.p.A. a favore di FullSix
Comitato OPC	Indica il comitato composto di amministratori indipendenti e non esecutivi di FullSix, organo deputato ai sensi dell'articolo 5 della Procedura a rilasciare il proprio parere motivato sull'interesse della Società al compimento dell'Operazione con parti correlate, nonché sulla convenienza e sulla correttezza sostanziale delle relative condizioni
Orizzonti Holding S.p.A. ovvero OH S.p.A.	Indica Orizzonti Holding S.p.A. con sede legale in Potenza, Via Isca del Pioppo n. 19
Regolamento Consob	Indica il Regolamento recante disposizioni in materia di operazioni con parti correlate, adottato da Consob con delibera n. 17221 del 12 marzo 2010 e successive modifiche
Testo Unico ovvero TUF	Indica il Decreto Legislativo del 24 febbraio 1998 n. 58, come successivamente modificato

Premessa

Il presente Documento Informativo è stato predisposto dalla Società, ai sensi dell'articolo 5 ed in conformità allo schema di cui all'Allegato 4 del Regolamento Consob, nonché ai sensi dell'art. 12 della Procedura Parti Correlate.

Il Documento Informativo è stato redatto in relazione alla delibera del Consiglio di Amministrazione di FullSix del **1 luglio 2019** avente ad oggetto l'autorizzazione alla sottoscrizione da parte di FullSix di un accordo avente ad oggetto la regolazione dei rapporti di finanziamento infragruppo (di seguito "**Regolamento Quadro**") intercorrenti fra OH S.p.A., azionista di maggioranza della Società, FullSix, quale beneficiaria.

Alla data di approvazione del presente Documento Informativo, l'ammontare complessivo dei finanziamenti erogati a favore di FullSix S.p.A. da parte di OH S.p.A. è pari ad Euro 4.370.000,00 (inclusivo di un ulteriore finanziamento, effettuato in data 4 luglio 2019, alle condizioni definite nel summenzionato Regolamento Quadro).

Si precisa, altresì, che il debito residuo relativo al finanziamento infragruppo è pari ad Euro 1.070.000,00 in ragione di destinazioni a riserva di patrimonio netto per futuro aumento di capitale, effettuate, fino alla stessa data, per complessivi Euro 3.300.000,00.

Come meglio specificato nei successivi paragrafi del presente Documento Informativo, l'Operazione costituisce un'operazione con parti correlate, in quanto FullSix è controllata da OH S.p.A. che detiene, alla data di approvazione del presente Documento Informativo una partecipazione complessiva, pari al 76,37% del capitale sociale di FullSix nonché esercita attività di direzione e coordinamento nei confronti dell'Emittente.

L'Operazione si configura, inoltre, quale operazione di "maggiore rilevanza" tra parti correlate ai sensi di quanto prescritto dall'articolo 8, comma 1, del Regolamento Consob e dall'articolo 4 della Procedura. Pertanto, FullSix ha provveduto a predisporre e a mettere a disposizione il presente Documento Informativo, in conformità alle disposizioni del Regolamento Consob e della Procedura. In quanto operazione di "maggiore rilevanza" tra parti correlate, l'Operazione è stata sottoposta al parere del Comitato Parti Correlate ai sensi dell'articolo 8, comma 1 del Regolamento Consob e dell'articolo 5 della Procedura.

1. Avvertenze - Rischi connessi ai potenziali conflitti di interesse derivanti dall'Operazione

In relazione all'Operazione non si segnalano, alla data del Documento Informativo, ulteriori situazioni di potenziale conflitto di interesse diverse da quelle tipiche delle operazioni con parti correlate.

Il Comitato OPC – in quanto organo deputato ai sensi dell'articolo 5 della Procedura a rilasciare un parere motivato sull'interesse di FullSix al compimento di operazioni con parti correlate di "maggiore rilevanza", nonché sulla convenienza e correttezza sostanziale delle relative condizioni – ha ricevuto dalle competenti strutture aziendali le necessarie informazioni sui rapporti di finanziamento intercorrenti fra la controllante OH e la Società e, in data 8 ottobre 2018, ha espresso all'unanimità il proprio parere favorevole sull'interesse della Società al compimento delle operazioni di finanziamento, nonché sulla convenienza e correttezza sostanziale delle relative condizioni. Il predetto parere favorevole del Comitato OPC è allegato al presente Documento Informativo come Allegato "A".

Successivamente, in data **17 giugno 2019**, il Comitato OPC ha confermato le conclusioni del Parere già espresso dal precedente Comitato OPC circa la sussistenza di un interesse della società FullSix S.p.A. al compimento dell'Operazione, consistente nella stipula del Regolamento Quadro, e la convenienza delle condizioni applicate rispetto alle attuali condizioni di mercato.

FullSix ritiene che l'Operazione non presenti particolari rischi connessi a potenziali conflitti di interesse diversi da quelli tipicamente inerenti ad operazioni tra parti correlate, né rischi diversi da quelli tipicamente inerenti a operazioni di analoga natura.

2. Informazioni relative all'Operazione

2.1 Descrizione delle caratteristiche, modalità, termini e condizioni dell'Operazione

Il presente Documento Informativo è stato predisposto al fine di illustrare l'Operazione che è stata approvata dal Consiglio di Amministrazione di FullSix in data 1 luglio 2019 e perfezionata il 03 luglio 2019, a seguito della sottoscrizione del relativo **Regolamento Quadro**.

L'Operazione si inquadra sia nell'ambito del sostegno finanziario che il Gruppo OH avrebbe accordato a FullSix in base a quanto definito nell'accordo preliminare al patto parasociale sottoscritto tra OH e Marco Benatti/Blugroup in data 26 febbraio 2018, sia nel Patto Parasociale

dell'11 aprile 2018, sia nell'ambito della più ampia operazione di ristrutturazione, con valenza strategica e sinergica, che il Gruppo OH ha inteso intraprendere sul Gruppo FullSix.

Quanto alle condizioni contrattuali, nell'ambito del Regolamento Quadro è introdotta una distinzione tra:

- l'importo complessivo di Euro 2 milioni, somma pervenuta alla Società in data 4 aprile 2018 per Euro 1 milione e in data 20 aprile 2018 sempre per Euro 1 milione, quale "prestito fruttifero", versato allo scopo di coprire gli squilibri di cassa della società e in adempimento del Patto Parasociale formalizzato per scrittura privata in data 11 aprile 2018 dalla stessa OH S.p.A., unitamente a Centro Studi S.r.l., Marco Benatti e Blugroup S.r.l.;
- finanziamenti effettuati a più riprese, per l'importo complessivo di Euro 2,3 milioni alla data del 1 luglio 2019 (e di Euro 2,370 milioni alla data del 4 luglio 2019), allo scopo di coprire squilibri di cassa della società nel frattempo che essa acquisisca corrispondenti finanziamenti bancari (c.d. "prestiti ponte").

Le condizioni riportate nel Regolamento Quadro che si estenderanno, per quanto compatibili ed in assenza di specifiche pattuizioni, ad altri eventuali versamenti che saranno effettuati a titolo di prestito da OH a favore di FullSix, prevedono:

- scadenza al 30 giugno 2021, per l'importo di debito residuo fino ad Euro 2.000.000,00 individuato quale "prestito fruttifero";
- scadenza alla data di approvazione del bilancio di FullSix S.p.A. chiuso al 31 dicembre 2019, per l'eventuale importo di debito residuo eccedente la suddetta cifra di Euro 2.000.000,00 e, pertanto, per l'eventuale importo di debito residuo riconducibile ai c.d. "prestiti ponte";
- applicazione di un tasso di interesse nominale annuo del 7,35% (sette virgola trentacinque per cento), anno civile (divisore 365), da liquidarsi al 31 dicembre di ogni anno, ovvero al momento della restituzione, precisandosi che nel caso di restituzione parziale in data non coincidente con il 31 dicembre saranno liquidati, in tale data, soltanto gli interessi per l'anno corrente relativi alla somma restituita.

Ai sensi del Regolamento Quadro, fermo restando l'obbligo di rimborsare i finanziamenti alle rispettive date previste, la Società sarà obbligata a rimborsare anticipatamente OH S.p.A. come di seguito indicato:

- nel caso in cui, prima della scadenza, OH S.p.A. dovesse dismettere il controllo di FullSix (mediante l'intervento di un fondo d'investimento o simile, compresi *partner* industriali). In tal caso, OH S.p.A. potrà chiedere a FullSix in ogni momento, con preavviso di almeno 30 (trenta) giorni, la restituzione, in tutto o in parte, della somma a mutuo (saldo a credito di OH).

Il Regolamento Quadro prevede, altresì, che nel caso in cui, prima delle rispettive scadenze, dovesse essere deliberato un aumento di capitale di FullSix, OH S.p.A. potrà liberare, in tutto o in parte, la quota dello stesso aumento di capitale da essa sottoscritta mediante rinuncia totale o parziale, per corrispondente importo, al credito relativo alla somma a mutuo (saldo a credito di OH), che a tal fine, per quanto possa occorrere, si considererà senz'altro scaduto ed esigibile alla data stabilita per la liberazione della quota sottoscritta, e ciò quale facoltà che prescinde dagli importi convertiti a versamento in conto futuro aumento di capitale e dalla loro regolazione.

2.2 Indicazione delle Parti correlate con cui l'Operazione è stata posta in essere, del relativo grado di correlazione, della natura e della portata degli interessi di tali parti nell'Operazione

Alla data del Documento Informativo, OH S.p.A. rappresenta una parte correlata della Società ai sensi dell'art. 3.1, lett. a), punto (i) della Procedura, in quanto detiene una partecipazione complessiva pari al 76,37% del capitale sociale di FullSix nonché esercita attività di direzione e coordinamento nei confronti dell'Emittente.

2.3 Indicazione delle motivazioni economiche e della convenienza per la società dell'Operazione

In merito alle motivazioni economiche e alla convenienza dell'Operazione per la Società, si evidenzia che la stessa consentirà sia di coprire squilibri di cassa in adempimento a quanto previsto nell'accordo preliminare al patto parasociale sottoscritto tra OH e Marco Benatti/Blugroup in data 26 febbraio 2018 e nel Patto Parasociale dell'11 aprile 2018, sia di coprire squilibri di cassa fintantoché la Società non acquisisca corrispondenti finanziamenti bancari: ciò si inquadra nell'ambito della più ampia operazione di ristrutturazione, con valenza strategica e sinergica, che il Gruppo OH ha inteso intraprendere sul Gruppo FullSix.

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

Circa le condizioni dell'Operazione, il Consiglio di Amministrazione, aderendo alle conclusioni formulate dal Comitato OPC, il quale ha assunto le conclusioni riportate dall'esperto incaricato nella propria *Fairness Opinion* redatta per tale Operazione, ha ritenuto che:

- il saggio da utilizzare per la corretta stima del costo delle Operazioni di Finanziamento sia il tasso espressione del costo del debito, così come indicato nei paragrafi n. 3.1. e n. 3.2. della *Fairness Opinion*;

- un congruo intervallo di valori per la definizione dello spread sul credito nella stima del costo dei finanziamenti soci possa essere compreso tra l'8,07% e l'8,48%, sulla base delle considerazioni sviluppate nel paragrafo n. 3.3. della Fairness Opinion;
- un congruo intervallo di valori per la stima del costo dell'operazione di cessione del credito (di cui al successivo paragrafo 2.8.) possa essere compreso tra il 5,17% ed il 10,46%, sulla base delle considerazioni sviluppate nel paragrafo n. 3.4. della Fairness Opinion.

Tali indicazioni sono state trasfuse nella redazione definitiva del Regolamento Quadro, valutando conveniente la percentuale del 7,35% applicata da Orizzonti Holding S.p.A. rispetto alla remunerazione, o costo del debito, che un eventuale finanziatore dovrebbe richiedere a FullSix S.p.A. e, quindi, rispetto allo spread da utilizzarsi nella determinazione di tale costo del credito rilevato dal consulente indipendente nella sua Fairness Opinion.

2.5 Illustrazione degli effetti economici, patrimoniali e finanziari dell'Operazione

L'Operazione si qualifica come "Operazione di Maggiore Rilevanza" ai sensi dell'art. 4, lettera a) della Procedura.

Infatti l'indice di rilevanza del controvalore dell'Operazione – rappresentato per le operazioni di finanziamento dal rapporto tra l'importo massimo erogabile – *rectius* erogato – e la capitalizzazione della Società rilevata alla chiusura dell'ultimo giorno di mercato aperto compreso nel periodo di riferimento del più recente documento contabile periodico pubblicato (in tale caso il Resoconto Intermedio di Gestione al 31 marzo 2019 approvato in data 14 maggio 2019), supera la soglia del 5% individuata nell'Allegato 3 del Regolamento Consob 17221/2010.

La valutazione in merito alla "Maggiore Rilevanza" dell'Operazione era già stata effettuata dal Comitato OPC nel Parere dell'8 ottobre 2018 rispetto alla capitalizzazione della Società alla data del 30 giugno 2018.

Con riferimento agli effetti economici, patrimoniali e finanziari dell'Operazione, in considerazione del tasso di interesse previsto dal Regolamento Quadro pari al 7,35% annuo, l'Operazione, nel primo trimestre dell'esercizio 2019 ha comportato la maturazione di interessi passivi per Euro 24 migliaia.

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

Per effetto dell'Operazione non sono previste modifiche e/o variazioni ai compensi spettanti ai componenti del Consiglio di Amministrazione di FullSix e/o delle società da quest'ultima controllate.

2.7 Informazioni relative agli strumenti finanziari della Società detenuti dai componenti degli organi di amministrazione e controllo, direttori generali e dirigenti della Società, eventualmente coinvolti nell'Operazione e agli interessi di questi ultimi in operazioni straordinarie

Non sono coinvolti nell'Operazione, quali parti correlate, componenti degli organi di amministrazione e di controllo e dirigenti della Società.

2.8 Iter di approvazione dell'Operazione

Attività del Comitato Parti Correlate

Si specifica che l'Operazione, nel corso dell'esercizio 2018, era stata sottoposta da parte del precedente Presidente del Consiglio di Amministrazione, Marco Benatti, al vaglio del Comitato OPC per le Operazioni con Parti Correlate, in ottemperanza a quanto previsto dal Regolamento Consob e dalla Procedura.

Si rammenta che:

- in concomitanza con la sottoscrizione dell'atto di permuta delle azioni FullSix tra Blugroup S.r.l. e Orizzonti Holding S.p.A., unitamente a Centro Studi S.r.l., avvenuta in data 29 marzo 2018, è stato previsto che FullSix S.p.A. potesse accedere, per gli squilibri temporanei di cassa, alla finanza di breve della tesoreria centralizzata del Gruppo Orizzonti Holding, negli stessi termini economici applicati a tutte le società controllate del Gruppo OH: allo stato, OH S.p.A. aveva previsto di rendere immediatamente disponibile a FullSix S.p.A., al closing dello scambio azionario, un'apertura di credito, pari a Euro 2 Milioni, erogabile secondo necessità, alle stesse condizioni di tasso e di rimborso delle Aziende del Gruppo Orizzonti;
- a decorrere dal **4 aprile 2018**, la società Orizzonti Holding S.p.A. ha effettuato successivi finanziamenti come riportati nell'elenco agli atti del Comitato OPC oltre che ad un'operazione di cessione del credito per l'importo di euro 175 migliaia;
- in data **3 luglio 2018**, il Comitato OPC, stante la previsione regolamentare di assumere apposite determinazioni sull'Operazione di finanziamento, aveva invitato il Consiglio di Amministrazione a:
 - 1) definire i termini contrattuali delle operazioni di finanziamento effettuate ad aprile e a giugno 2018 da parte di Orizzonti Holding S.p.A., con il suggerimento di elaborare un accordo quadro anche per disciplinare le future operazioni che potessero intervenire tra FullSix S.p.A. ed Orizzonti Holding S.p.A.;
 - 2) fornire chiarimenti, delucidazioni, nonché un supporto informativo e documentale, anche avvalorato da un parere di un terzo indipendente, sulla scelta del WACC come criterio per il calcolo del tasso di interesse applicato, posto che il Comitato OPC ed il

Collegio Sindacale, avevano sollevato delle criticità sulla scelta di questo parametro, che poteva non essere il più idoneo per l'operazione di finanziamento effettuata;

- in data **3 agosto 2018**, il Comitato OPC aveva individuato quale esperto indipendente per farsi assistere nell'analisi dell'Operazione il Prof. Maurizio Dallochio affinché lo stesso formulasse un parere sulle condizioni economiche e/o sugli aspetti tecnici e/o sulla legittimità dell'Operazione, così come previsto dall'articolo 5 della Procedura OPC;
- in data **8 ottobre 2018**, il Comitato OPC, in base alla Fairness Opinion elaborata dal Prof. Maurizio Dallochio ed esprimendosi in merito alla convenienza e alla correttezza sostanziale delle Operazioni di sostegno finanziario effettuate da OH S.p.A., aveva ritenuto di aderire in toto alle conclusioni assunte dall'esperto incaricato nella Fairness Opinion ovvero che:
 - 1) il saggio da utilizzare per la corretta stima del costo delle Operazioni di Finanziamento fosse il tasso espressione del costo del debito;
 - 2) un congruo intervallo di valori per la definizione dello spread sul credito nella stima del costo dei finanziamenti soci potesse essere compreso tra l'8,07% e l'8,48%;
 - 3) un congruo intervallo di valori per la stima del costo dell'operazione di cessione del credito potesse essere compreso tra il 5,17% ed il 10,46%;
 - 4) rilevato che il saggio da utilizzare per la corretta stima delle Operazioni di Finanziamento era il costo del debito e non il WACC, il Comitato OPC aveva ritenuto di suggerire di modificare tale parametro per la remunerazione dei finanziamenti, valutando conveniente la percentuale del 7,35% applicata da Orizzonti Holding S.p.A. rispetto allo spread sul credito rilevato dal consulente indipendente nella sua Fairness Opinion;
 - 5) analogamente, per l'operazione di cessione del credito, il Comitato OPC aveva rilevato che il parametro da applicare non fosse il WACC ma si dovesse tenere in considerazione il tasso effettivo globale medio (TEGM) applicato dal sistema bancario e finanziario per operazioni di anticipo fatture: al riguardo, il tasso alla data accordato alla Società era pari al 3,66% e, pertanto, anch'esso era da ritenersi conveniente alla luce della disamina svolta dal consulente indipendente nella Fairness Opinion. Il Comitato OPC ha verificato che tale operazione, con il rimborso avvenuto ad ottobre 2018, si è conclusa.
- A seguito delle considerazioni sviluppate dal Comitato OPC, erano state apportate successive revisioni e integrazioni alla bozza di contratto di finanziamento con ulteriori suggerimenti indicati nel corso della riunione dell'**11 marzo 2019**.
- In vista dell'approvazione del Regolamento Quadro, in data **3 giugno 2019**, il Comitato OPC, attualmente composto, a seguito di rinnovo delle cariche sociale intervenuto con l'Assemblea degli azionisti di FullSix in data **29 aprile 2019**, da due consiglieri indipendenti (Presidente Barbara De Muro, Componente Susanna Pedretti) e da un consigliere non esecutivo (Componente Gaia Sanzarelli), ha preso atto delle attività svolte dal precedente Comitato OPC ed ha acquisito informazioni in ordine alle revisioni e integrazioni apportate

alla bozza di contratto di finanziamento nell'ultima stesura agli atti dei lavori del Comitato OPC.

- In data **17 giugno 2019**, il Comitato OPC, non ritenendo necessario effettuare nuovamente le valutazioni già svolte dal Prof. Dallochio, anche in considerazione della sostanziale identità del contesto, sociale e di mercato, nel quale tali valutazioni sono state rese ha confermato le conclusioni del Parere già espresso dal precedente Comitato OPC circa la sussistenza di un interesse della società FullSix S.p.A. al compimento dell'Operazione e la convenienza delle condizioni applicate rispetto alle attuali condizioni di mercato. Inoltre, il Comitato ha ritenuto di manifestare al Consiglio di Amministrazione la necessità di rivedere la scadenza del rimborso previsto nel Regolamento Quadro, in particolare per i "prestiti ponte" proponendo di allinearla o a quella del "prestito fruttifero" o indicando la data di approvazione del bilancio di FullSix S.p.A. chiuso al 31 dicembre 2019. Tali indicazioni sono state comunicate al Consiglio di Amministrazione da parte della Presidente del Comitato OPC, Barbara De Muro. Tali indicazioni sono state accolte dalla Società e dal Socio OH e conseguentemente la data del rimborso dei finanziamenti eccedenti i 2.000.000 di Euro è stata fissata alla data di approvazione del bilancio al 31 dicembre 2019. Infine, il Comitato ha segnalato la necessità di diffondere un Documento Informativo ai sensi dell'Articolo 5 del Regolamento 17221 Consob entro 7 giorni lavorativi dalla data di delibera del Consiglio di Amministrazione.

Iter di approvazione da parte del Consiglio di Amministrazione.

In data **1 luglio 2019** il Consiglio di Amministrazione di FullSix, organo competente in via esclusiva per l'approvazione dell'Operazione, riunitosi sotto la presidenza di Costantino Di Carlo, ha deliberato favorevolmente in merito all'approvazione del Regolamento Quadro previo parere favorevole del Comitato OPC stesso sull'interesse della Società al compimento dell'Operazione nonché sulla convenienza e correttezza sostanziale delle relative condizioni. Alla riunione consiliare erano presenti 7 degli 8 componenti l'organo amministrativo e tutto l'organo di controllo; la delibera è stata assunta con il voto favorevole di tutti i consiglieri e con l'astensione del Presidente Di Carlo a cui è stato attribuito mandato alla sottoscrizione del Regolamento Quadro.

In data 03 luglio 2019 è stato sottoscritto il Regolamento Quadro.

Nella successiva riunione del 08 luglio 2019 è stato approvato il presente Documento Informativo.

In allegato al presente Documento Informativo è messo a disposizione del pubblico, ai sensi dell'art. 5, comma 5 del Regolamento il parere favorevole sull'interesse della Società al compimento dell'Operazione e sulla convenienza e correttezza sostanziale delle relative condizioni, rilasciato all'unanimità dal Comitato OPC nonché il "Parere sulle condizioni economiche

dei finanziamenti concessi da Orizzonti Holding S.p.A. a FullSix S.p.A.” elaborato dall’esperto indipendente incaricato, Prof. Maurizio Dallochio.

FullSix S.p.A.

Per il Consiglio di Amministrazione
Il Presidente



(Costantino Di Carlo)

Allegato

**PARERE DEL COMITATO PER LE OPERAZIONI CON
PARTI CORRELATE DI FULLSIX S.P.A.**

**SU
finanziamenti concessi da Orizzonti Holding S.p.A.**

**ai sensi dell'art. 5 della Procedura per le
Operazioni con Parti correlate**

FullSix S.p.A.

Sede Legale e Operativa, Piazzale Lugano 19, 20158 Milano Italy. Tel.: +39 02 89968.1 | Fax: +39 02 89968.556 | e-mail: fullsix@legalmail.it Capitale Sociale
Euro 5.591.157,50 i.v. | R.E.A. Milano 1272735 | Cod. Fisc./Reg. Imprese di Milano/P.IVA 09092330159.

Sommario

PREMESSA	3
1. DESCRIZIONE DELL'OPERAZIONE.....	3
2. QUALIFICAZIONE DELL'OPERAZIONE	3
3. FASE ISTRUTTORIA	3
1.1 Composizione del Comitato.....	3
1.2. Rapporto di correlazione fra le società coinvolte	4
1.3. Attività compiute dal Comitato OPC.....	4
4. ANALISI E VALUTAZIONI.....	7
4.1 Interesse della società al compimento dell'operazione.....	8
4.2 Convenienza e correttezza sostanziale	8
5. CONCLUSIONI	9

FullSix S.p.A.

Sede Legale e Operativa, Piazzale Lugano 19, 20158 Milano Italy. Tel.: +39 02 89968.1 | Fax: +39 02 89968.556 | e-mail: fullsix@legalmail.it Capitale Sociale Euro 5.591.157,50 i.v. | R.E.A. Milano 1272735 | Cod. Fisc./Reg. Imprese di Milano/P.IVA 09092330159.

PREMESSA

Ai sensi della Procedura per le Operazioni con Parti Correlate di FullSix S.p.A. (di seguito indicata anche alternativamente come “FullSix”, la “Società” o l’“Emittente”), adottata dal Consiglio di Amministrazione in data 30 novembre 2010 e da ultimo modificata in data 3 luglio 2018 (di seguito la “Procedura OPC”), il Comitato per le Operazioni con Parti Correlate di FullSix S.p.A. (di seguito il “Comitato OPC”), istituito ai sensi dell’articolo 5 della Procedura OPC rende nel prosieguo il proprio parere sulla prospettata operazione con parti correlate descritta nel successivo paragrafo 1.

1. DESCRIZIONE DELL’OPERAZIONE

L’operazione sottoposta all’esame di questo Comitato consiste nella prospettata stipula di contratti aventi ad oggetto successivi finanziamenti effettuati da Orizzonti Holding S.p.A. a favore di FullSix S.p.A. per un ammontare complessivo di Euro 2.840.000,00 oltre che l’esame di un contratto di cessione di crediti *pro-solvendo* per un importo di Euro 175.463 (di seguito nel complesso indicate congiuntamente quali l’“Operazione”).

Il parere ha ad oggetto l’analisi dell’interesse della società FullSix S.p.A. al compimento dell’Operazione, la convenienza e la correttezza sostanziale delle relative condizioni applicate.

2. QUALIFICAZIONE DELL’OPERAZIONE

Sulla base delle valutazioni condotte da questo Comitato, l’Operazione si qualifica come “Operazione di Maggiore Rilevanza” ai dell’articolo 4, lettera a) della Procedura OPC.

Infatti l’indice di rilevanza del controvalore dell’Operazione – rappresentato per le operazioni di finanziamento dal rapporto tra l’importo massimo erogabile – *rectius* erogato – e la capitalizzazione della Società rilevata alla chiusura dell’ultimo giorno di mercato aperto compreso nel periodo di riferimento del più recente documento contabile periodico pubblicato (in tale caso la Relazione Finanziaria Semestrale al 30 giugno 2018 approvata in data 20 settembre 2018), supera la soglia del 5% individuata nell’Allegato 3 del Regolamento Consob 17221/2010.

3. FASE ISTRUTTORIA

1.1 Composizione del Comitato

I componenti del Comitato OPC in carica alla data del presente parere sono indicati nella seguente tabella:

Nome	Cognome	Carica
Claudia	Cipriano	Presidente
Massimo	Pagani Guazzugli Bonaiuti	Componente
Massimo	Minolfi	Componente

Agli incontri del Comitato OPC è stato invitato a partecipare il Collegio Sindacale della società FullSix S.p.A..

1.2. Rapporto di correlazione fra le società coinvolte

Ai fini della verifica circa l'esistenza di un rapporto di correlazione fra FullSix S.p.A. e la società Orizzonti Holding S.p.A., occorre fare riferimento agli assetti proprietari delle citate società nonché alla definizione di Parte Correlata di cui all'articolo 3.1., lett. a), punto (i) della Procedura OPC.

In particolare, la società Orizzonti Holding S.p.A., a conclusione dell'offerta pubblica di scambio obbligatoria con corrispettivo alternativo in denaro promossa ai sensi degli articoli 102, 106 e 109 del TUF, in base ai dati definitivi comunicati al mercato in data 13 settembre 2018, esercita il controllo diretto in FullSix S.p.A. con una partecipazione pari al 76,62% del capitale sociale.

1.3. Attività compiute dal Comitato OPC

In data **11 giugno 2018**, il Comitato OPC ha esaminato:

- Email pervenuta dal Consigliere Finanziario Costantino Di Carlo, datata 4 giugno 2018, a riscontro di richiesta per il fabbisogno del Gruppo FullSix manifestata dal Dirigente Preposto Lorenzo Sisti in pari data, con la quale il Consigliere Costantino Di Carlo comunicava quanto segue:
"Informo che OH SpA è disponibile a fornire il prestito richiesto, alle condizioni essenziali di seguito elencate:
 - *importo: Euro 550.000,00 da versare a FullSix SpA tramite bonifico bancario, entro domani 05/06/2018, con valuta beneficiario 06/06/2018;*
 - *durata: fino a che non si determineranno disponibilità di cassa, in FullSix SpA, a seguito di accensione di finanziamenti bancari, anticipo crediti (fatture) o altro, con rimborsi anche parziali mano a mano che si determineranno le suddette disponibilità di cassa;*
 - *remunerazione: prestito fruttifero d'interessi, al tasso WACC del Gruppo (Orizzonti Holding) come per gli altri finanziamenti dalla OH SpA (si acclude alla presente specifico documento di determinazione del WACC, allegato alla relativa deliberazione).**Segnalo che, in relazione al mio ruolo in OH SpA, oltre che in FullSix SpA, è necessario sentire i consiglieri di amministrazione ed i sindaci, per cui chiedo cortesemente al presidente (in c.c.) di provvedere."*
- documento riportante l'analisi del Gruppo Orizzonti in riferimento alle modalità di calcolo del tasso WACC applicato alle altre società del Gruppo Orizzonti e utilizzato anche come tasso di interesse nei finanziamenti infragruppo, con decorrenza 1 gennaio 2017.

Il Comitato ha, altresì, preso atto dell'apertura di credito per l'importo di euro 2 milioni concessa a FullSix S.p.A., in concomitanza con la sottoscrizione dell'atto di permuta delle azioni FullSix tra Blugroup S.r.l. e Orizzonti Holding S.p.A., unitamente a Centro Studi S.r.l., avvenuta in data 29 marzo 2018.

Nel corso della discussione, il Comitato OPC si è interrogato circa la finalità dell'Operazione, necessaria alla Società e non procrastinabile e sulla correttezza del parametro WACC adottato da Orizzonti Holding S.p.A., quale tasso di remunerazione del finanziamento erogato.

Il Comitato OPC ha ritenuto di riportare al Consiglio di Amministrazione una specifica nota con le prime osservazioni e richieste di documenti e informazioni come segue:

"Il Comitato Parti Correlate convocato in data odierna per la valutazione dell'operazione di finanziamento erogata dal socio OH in data 6 giugno scorso, operazione che si collega alla precedente operazione di apertura di credito per 2 milioni già effettuata da OH in data 3 aprile, riporta al consiglio di amministrazione le valutazioni e conclusioni a cui sono pervenuti i propri componenti.

Il Comitato, al riguardo, osserva che il sostegno finanziario del gruppo OH è stato definito previamente nell'accordo preliminare al patto parasociale sottoscritto tra OH e Benatti/Blugroup del 26 febbraio 2018, come già ampiamente illustrato nel corso della riunione consiliare del 28 febbraio_7 marzo scorso.

Preme precisare che il Comitato, alla luce della documentazione ad esso sottoposta, ha valutato che l'operazione finanziaria, sulla quale è stato in data odierna chiamato ad esprimersi, debba essere inquadrata nella più ampia operazione di ristrutturazione, con valenza strategica e sinergica, che il gruppo OH ha inteso intraprendere sul gruppo Fullsix: pertanto, il parere del comitato in ordine alla necessità di effettuazione dell'operazione di finanziamento in quanto tale deve essere espresso avendo riguardo alla circostanza di preservare il valore del gruppo Fullsix ed il suo avviamento.

Tanto premesso, per l'analisi dell'operazione finanziaria in quanto tale si richiedono al Consiglio di Amministrazione e, in particolare, al Consigliere Finanziario Di Carlo, di:

- ricevere chiarimenti in merito all'apertura di credito, già effettuata in data 3 aprile, ed in particolare se tale operazione finanziaria rientri in un accordo di cash pooling esteso a tutte le società del gruppo OH al fine di poter completare l'analisi sulle complessive operazioni tra parti correlate già condotte;*
- fornire ulteriori informazioni rispetto alle informazioni già messe a disposizione come da email del 4 giugno, per poter esprimere un parere con particolare riguardo al costo del capitale. Il WACC rappresenta un tasso di remunerazione medio del capitale proprio e di terzi, mentre per la valutazione di tale fattispecie, si richiede di avere a disposizione un indicatore della remunerazione del capitale di debito. Detto tasso sarà poi confrontato con il tasso di rischio della società e del settore di riferimento in cui essa opera: tali componenti determineranno il tasso effettivo da applicarsi al finanziamento in analisi. Si rileva, altresì, che gli indicatori di riferimento per il WACC espressi nel documento messo a disposizione riguardano il settore retail e, pertanto, non significativi per il settore di appartenenza di Fullsix spa;*
- sarebbe altresì auspicabile avere a disposizione esempi di operazioni di finanziamento comparabili sul mercato.*

Da ultimo, il Comitato suggerisce di ricomprendere tutte le operazioni di sostegno finanziario da parte di OH nell'ambito di un più ampio accordo quadro al fine di definire previamente le modalità e le condizioni di erogazione a fronte delle necessità di volta in volta manifestate dal dirigente preposto e comunicate in via preventiva al consigliere finanziario e, per conoscenza, all'organo di controllo: in tal modo il comitato, una volta definito l'accordo quadro, dovrà esprimersi solo in ordine alla congruità del tasso di interesse applicato in relazione alla dinamica dei tassi, alla struttura finanziaria del gruppo Fullsix e del rischio di settore. [OMISSIS]"

In data **3 luglio 2018**, il Comitato OPC, stante la previsione regolamentare di assumere apposite determinazioni sull'Operazione e non avendo, alla data, ricevuto tutte le necessarie informazioni e documenti per esprimersi compiutamente, ha rinnovato le richieste di approfondimento riportandole nuovamente all'attenzione del Consiglio di Amministrazione già convocato per la stessa data. In particolare, il Comitato OPC ha rilevato:

- 1) la necessità di definire i termini contrattuali delle operazioni di finanziamento effettuate ad aprile e a giugno da parte di Orizzonti Holding S.p.A., con il suggerimento di elaborare un accordo quadro anche per disciplinare le future operazioni che potrebbero intervenire tra FullSix S.p.A. ed Orizzonti Holding S.p.A.;
- 2) la necessità di ricevere chiarimenti, delucidazioni, nonché un supporto informativo e documentale, anche avvalorato da un parere di un terzo indipendente, sulla scelta del WACC come criterio per il calcolo del tasso di interesse applicato, posto che, come si evince anche dal testo del verbale della riunione del Comitato

dell'11 giugno, il Comitato ed il Collegio Sindacale, hanno sollevato delle criticità sulla scelta di questo parametro, che potrebbe non essere il più idoneo per l'operazione di finanziamento effettuata.

In data **9 luglio 2018**, il Comitato OPC si è ulteriormente cimentato nella disamina dell'Operazione svolgendo ulteriori considerazioni da riportarsi nella già programmata riunione del Consiglio di Amministrazione del 17 luglio 2018:

"Premesso che:

- *in data 11 giugno 2018 il Comitato per le Operazioni con Parti Correlate ha formulato al Consiglio di Amministrazione e, in particolare, al Consigliere Finanziario Costantino Di Carlo, la richiesta di fornire ulteriori informazioni rispetto alle informazioni già messe a disposizione come da email del 4 giugno, per poter esprimere un parere con particolare riguardo al costo del capitale sulle operazioni di finanziamento effettuate in data 3 aprile 2018 ed in data 6 giugno 2018. Il Comitato ha infatti ritenuto che il WACC rappresenta un tasso di remunerazione medio del capitale proprio e di terzi, mentre per la valutazione di tali fattispecie, si richiede di avere a disposizione un indicatore della remunerazione del capitale di debito. Detto tasso sarà poi confrontato con il tasso di rischio della società e del settore di riferimento in cui essa opera: tali componenti determineranno il tasso effettivo da applicarsi al finanziamento in analisi. Si rileva, altresì, che gli indicatori di riferimento per il WACC espressi nel documento messo a disposizione riguardano il settore retail e, pertanto, non significativi per il settore di appartenenza di Fullsix spa. Il Comitato ha ritenuto altresì auspicabile avere a disposizione esempi di operazioni di finanziamento comparabili sul mercato;*

- *in data odierna, il Comitato per le Operazioni con Parti Correlate, anche in base alla discussione intervenuta nel corso della riunione consiliare dello scorso 3 luglio 2018, ha ritenuto non perseguibile l'ipotesi di disciplinare le operazioni di finanziamento effettuate o da effettuarsi da Orizzonti Holding S.p.A. nell'ambito di un c.d. Accordo Quadro¹, ritenendo diversamente imprescindibile la messa a disposizione da parte di Orizzonti Holding S.p.A. di documenti atti a sintetizzare le condizioni e i termini del rimborso dei menzionati finanziamenti;*

- *in data odierna, il Comitato per le Operazioni con Parti Correlate, si è, altresì, cimentato nell'analisi di una bozza di proposta di cessione di credito, pro solvendo, al valore nominale, per l'importo complessivo di euro 175.463,03, con la previsione che FullSix S.p.A., oltre al versamento della somma incassata, dovrà riconoscere a Orizzonti Holding S.p.A. anche gli interessi che matureranno dalla valuta del bonifico dalla stessa effettuato fino alla valuta del bonifico bancario con cui FullSix S.p.A. rimetterà la somma incassata e calcolato al saggio del 7,35% annuo per anno civile (pari al tasso WACC applicato alle società del Gruppo Orizzonti). Il Comitato ha ritenuto che, stante analoghe operazioni di anticipo fatture effettuate da istituti di credito operanti con la società FullSix S.p.A., il tasso applicabile all'operazione di cessione del credito presentata non debba superare la percentuale del 4%;*

tutto ciò premesso, il Comitato per le Operazioni con Parti Correlate,

a) invita il Consiglio di Amministrazione a rinnovare al Consigliere Finanziario Costantino Di Carlo la richiesta di formulare alla società Orizzonti Holding S.p.A. la necessità di mettere a disposizione le bozze dei contratti per disciplinare le operazioni di finanziamento soci effettuate in data 3 aprile 2018 e 6 giugno 2018;

¹ In particolare nel corso dei lavori consiliari del 3 luglio 2018, a seguito di espressa richiesta, i consiglieri espressione dell'azionista Orizzonti Holding S.p.A. hanno confermato che la disciplina delle operazioni di finanziamento non sarà trattata in un unico accordo quadro generale ma si procederà con la definizione di singoli accordi specifici riferiti ai vari finanziamenti erogati.

b) *informa il Consiglio di Amministrazione che, nell'ambito della disponibilità economica accordata al Comitato, e secondo le previsioni di cui all'articolo 5 della Procedura per le Operazioni con Parti Correlate della società aggiornata in data 3 luglio 2018, procederà all'individuazione di un consulente terzo indipendente per formulare un parere sulle condizioni economiche e/o sugli aspetti tecnici e/o sulla legittimità delle operazioni di finanziamento e cessione del credito effettuate dalla società Orizzonti Holding S.p.A.;*

c) *invita il Consiglio di Amministrazione, anche su raccomandazione formulata dal Collegio Sindacale e dalla società di revisione BDO Italia S.p.A., a verificare la sussistenza in capo alla società Orizzonti Holding S.p.A. dei presupposti per la comunicazione al registro imprese della direzione e coordinamento ai sensi dell'articolo 2497 bis c.c. in riferimento alla società FullSix S.p.A. stante (i) la presunzione di sostegno finanziario che la società Orizzonti Holding S.p.A. sta attuando nei confronti di FullSix S.p.A. e (ii) stante la circostanza che, a tutt'oggi, il Gruppo di Lavoro sull'analisi strategica, costituito in data 29 maggio 2018, non ha ancora portato all'attenzione del Consiglio di Amministrazione le proprie risultanze su una possibile evoluzione di medio periodo del Gruppo FullSix e da ultimo;*

d) *invita, da ultimo, il Consiglio di Amministrazione, anche su raccomandazione formulata dal Collegio Sindacale e dalla società di revisione BDO Italia S.p.A., a verificare se la società Orizzonti Holding S.p.A. ha già inserito o inserirà nel proprio bilancio consolidato i dati contabili e patrimoniali di FullSix S.p.A.."*

In data **17 luglio 2018**, nel corso dei lavori consiliari, i componenti del Comitato OPC hanno appreso che in, data 16 luglio, Orizzonti Holding S.p.A. ha effettuato a favore di FullSix S.p.A. un ulteriore finanziamento per l'importo di euro 90.000,00 assumendo per lo stesso l'applicazione delle condizioni praticate alle altre società del Gruppo Orizzonti con previsione di un tasso di interesse del 7,35% (WACC).

In data **3 agosto 2018**, il Comitato OPC ha individuato quale esperto indipendente per farsi assistere nell'analisi dell'Operazione il Prof. Maurizio Dallochio affinché lo stesso formulasse un parere sulle condizioni economiche e/o sugli aspetti tecnici e/o sulla legittimità dell'Operazione, così come previsto dall'articolo 5 della Procedura OPC.

In data **8 ottobre 2018**, il Comitato OPC, al fine della stesura del presente parere, ha acquisito altresì:

- bozze dei contratti di finanziamento messi a disposizione da Orizzonti Holding S.p.A. in data 27 luglio 2018;
- Lettere pervenute da Orizzonti Holding S.p.A. in data 3 agosto 2018 e 20 settembre 2018 con le quali il socio ha dichiarato di convertire da credito a versamento in conto futuro aumento di capitale una parte dei finanziamenti soci effettuati, rispettivamente per gli importi di Euro 500.000,00 (cinquecentomila) e di Euro 1.000.000,00 (un milione);
- il parere elaborato dal consulente terzo indipendente, Prof. Maurizio Dallochio, sulle condizioni economiche dei finanziamenti concessi da Orizzonti Holding S.p.A. a FullSix S.p.A. (di seguito "Fairness opinion") e allegato al presente parere.

4. ANALISI E VALUTAZIONI

Il presente parere è stato redatto dal Comitato OPC sulla base:

- del parere elaborato dal consulente terzo, Prof. Maurizio Dallochio, il quale a sua volta aveva avuto a disposizione quanto necessario da parte del *management* della società;

- bozza di contratto di cessione di credito pro-solvendo pervenuta all'attenzione del Comitato in data 6 luglio 2018;
- bozze dei contratti di finanziamento messi a disposizione da Orizzonti Holding S.p.A. in data 27 luglio 2018.

4.1 Interesse della società al compimento dell'operazione

In merito all'**interesse della società al compimento dell'operazione**, il Comitato OPC richiama quanto già espresso nel corso della riunione dell'11 giugno 2018 ossia che il sostegno finanziario del Gruppo Orizzonti a FullSix S.p.A. era stato definito precedentemente nell'accordo preliminare al patto parasociale sottoscritto tra OH e Benatti/Blugroup in data 26 febbraio 2018, come già ampiamente illustrato nel corso della riunione consiliare del 28 febbraio_7 marzo scorso.

Il Comitato OPC, alla luce della documentazione ad esso sottoposta, ha valutato che l'Operazione debba essere inquadrata nella più ampia operazione di ristrutturazione, con valenza strategica e sinergica, che il gruppo OH ha inteso intraprendere sul gruppo Fullsix: pertanto, il parere del comitato in ordine all'interesse e necessità di effettuazione dell'Operazione in quanto tale deve essere espresso avendo riguardo alla circostanza di preservare il valore del gruppo Fullsix e il suo avviamento.

4.2 Convenienza e correttezza sostanziale

In merito alla **convenienza** e alla **correttezza sostanziale** delle relative condizioni applicate, il Comitato OPC ha ritenuto di aderire *in toto* alle conclusioni assunte dall'esperto incaricato nella *Fairness Opinion* ovvero che:

- il saggio da utilizzare per la corretta stima del costo delle Operazioni di Finanziamento sia il tasso espressione del costo del debito, così come indicato nei paragrafi n. 3.1. e n. 3.2. della *Fairness Opinion*;
- un congruo intervallo di valori per la definizione dello spread sul credito nella stima del costo dei finanziamenti soci possa essere compreso tra l'8,07% e l'8,48%, sulla base delle considerazioni sviluppate nel paragrafo n. 3.3. della *Fairness Opinion*;
- un congruo intervallo di valori per la stima del costo dell'operazione di cessione del credito possa essere compreso tra il 5,17% ed il 10,46%, sulla base delle considerazioni sviluppate nel paragrafo n. 3.4. della *Fairness Opinion*.

Rilevato che il saggio da utilizzare per la corretta stima delle Operazioni di Finanziamento sia il costo del debito e non il WACC, il Comitato OPC ritiene di suggerire di modificare tale parametro per la remunerazione dei finanziamenti, valutando conveniente la percentuale del 7,35% applicata da Orizzonti Holding S.p.A. rispetto allo spread sul credito rilevato dal consulente indipendente nella sua *Fairness Opinion*.

Analogamente, per l'operazione di cessione del credito, il Comitato OPC rileva che il parametro da applicare non sia il WACC ma si debba tenere in considerazione il tasso effettivo globale medio (TEGM) applicato dal sistema bancario e finanziario per operazioni di anticipo fatture: al riguardo, il tasso ad oggi accordato alla Società è pari al 3,66% e, pertanto, anch'esso è da ritenersi conveniente alla luce della disamina svolta dal consulente indipendente nella *Fairness Opinion*.

Il Comitato OPC si è da ultimo cimentato nella elaborazione di alcuni criteri utili al Consiglio di Amministrazione per la valutazione sulla convenienza di successive eventuali operazioni di finanziamento soci. In particolare è stata elaborata la seguente formula:

$$R = (\text{Euribor o IRS}) + (\text{Costo del Rischio}) + (\text{Mark-up})$$

1. L'Euribor è utilizzato per operazioni a Breve termine, mentre l'IRS è il parametro per le operazioni a Medio/ Lungo Termine. Entrambi possono essere rilevati dal sito Euribor.it
2. Il Costo del Rischio è funzione della *Probability of Default* (PD) del prestatore (qui sintetizzata per classe di Rating) e dell'LGD dell'operazione (Loss Given Default). Quest'ultimo parametro viene espresso in termini percentuali; il reciproco dell'LGD - rispetto a 100 - rappresenta la stima di quanto si potrebbe recuperare in caso di insolvenza del prestatore, tenuto anche conto delle spese legali sostenute e dei tempi richiesti dal tentativo di recupero (se LGD = 100% l'ipotesi di recupero è pari a zero).
3. La scelta del livello di mark-up è funzione del profitto lordo target dell'operazione.

5. CONCLUSIONI

Il Comitato OPC, a seguito dell'esame e delle valutazioni più sopra condotte:

- rilevato che l'Operazione è conclusa con Parte Correlata di FullSix S.p.A.;
- preso atto delle conclusioni riportate nella *Fairness Opinion* elaborata dal consulente terzo indipendente incaricato, Prof. Maurizio Dallochio;

esprime all'unanimità

- parere favorevole circa la sussistenza di un interesse della società FullSix S.p.A. al compimento dell'Operazione,

ritiene

- convenienti le condizioni applicate rispetto alle attuali condizioni di mercato;

aderisce

alle conclusioni della *Fairness Opinion* in relazione alla correttezza sostanziale delle condizioni applicate da Orizzonti Holding S.p.A., rilevando che il saggio da utilizzare per la corretta stima delle Operazioni di Finanziamento sia il costo del debito e non il WACC;

invita

il Consiglio di Amministrazione, per la valutazione sulla convenienza di successive eventuali operazioni di finanziamento soci, a tenere in considerazione la formula riportata al precedente punto 4.2 del presente Parere quale utile strumento di verifica.

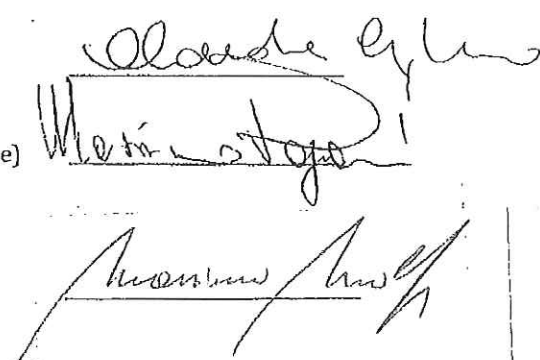
Milano, 8 ottobre 2018

I componenti del Comitato

Claudia Cipriano (Presidente)

Massimo Pagani Guazzugli Bonaiuti (Componente)

Massimo Minolfi (Componente)



Allegato 1:_ Parere sulle condizioni economiche dei finanziamenti concessi da Orizzonti Holding S.p.A. a FullSix S.p.A. elaborato dal Prof. Maurizio Dallochio

FullSix S.p.A.

Sede Legale e Operativa, Piazzale Lugano 19, 20158 Milano Italy. Tel.: +39 02 89968.1 | Fax: +39 02 89968.556 | e-mail: fullsix@legalmail.it Capitale Sociale Euro 5.591.157,50 i.v. | R.E.A. Milano 1272735 | Cod. Fisc./Reg. Imprese di Milano/P.IVA 09092330159.



DGPA&CO
ADVISORY GROUP

PROF. MAURIZIO DALLOCCHIO
PROFESSORE ORDINARIO DI FINANZA AZIENDALE
UNIVERSITA' BOCCONI DI MILANO

**Parere sulle condizioni economiche dei
finanziamenti concessi da Orizzonti Holding Spa
a FullSix Spa**

Milano, 5 ottobre 2018

INDICE

1. PREMESSA E OGGETTO DELL'INCARICO	3
1.1. Le operazioni all'origine e il quesito	3
1.2. La base informativa utilizzata.....	5
2. FULLSIX	6
2.1. Breve profilo societario	6
2.2. I risultati economico-finanziari.....	7
3. LA STIMA DEL COSTO DEL DEBITO DELLE OPERAZIONI DI FINANZIAMENTO	11
3.1. La metodologia utilizzata da Orizzonti Holding ed i rilievi dello scrivente	11
3.2. La metodologia per la corretta stima del costo del debito	16
3.3. La stima del costo del finanziamento soci	18
3.4. La stima del costo della cessione del credito.....	24
4. CONCLUSIONI	29

1. PREMESSA E OGGETTO DELL'INCARICO

1.1. LE OPERAZIONI ALL'ORIGINE E IL QUESITO

FullSix Spa (d'ora innanzi anche "Fullsix" o la "Società") è la Società a capo di un gruppo (d'ora innanzi il "Gruppo") che offre servizi nel campo dell'innovazione e della comunicazione digitale. Il Gruppo offre prevalentemente servizi di marketing relazionale e interattivo, con posizionamento nel settore della trasformazione e della comunicazione digitale.

Alla data del 31 dicembre 2017, la società Blugroup Srl (d'ora innanzi "Blugroup") deteneva il 45,31% delle azioni della Società e congiuntamente all'Arch. Marco Benatti (azionista di Fullsix al 4,5% e socio di controllo di Blugroup), detenevano la maggioranza delle azioni di Fullsix.

Come da comunicato stampa diffuso in data 2 marzo 2018, Orizzonti Holding Spa (d'ora innanzi anche "OH" o "Orizzonti Holding"), società controllante del gruppo Orizzonti Holding, e Centro Studi Srl (d'ora innanzi "Centro Studi" e consociata di OH), hanno informato di aver stipulato un accordo preliminare vincolante, per il trasferimento, da realizzare attraverso scambio azionario, della partecipazione detenuta da Blugroup nella Società, con una partecipazione azionaria nella start-up innovativa MyAv Spa (d'ora innanzi anche "MyAv"), controllata da OH e partecipata da Centro Studi. Il menzionato accordo è stato perfezionato in data 29 marzo 2018 attraverso la sottoscrizione dell'atto definitivo di scambio di azioni di Fullsix, detenute da Blugroup, verso azioni della MyAv, detenute da OH e da Centro Studi.

Successivamente ed a seguito dell'offerta pubblica di scambio totalitaria promossa da OH, conclusasi a settembre 2018, Orizzonti Holding è divenuta socio di maggioranza della Società.

Il nuovo azionista di controllo di Fullsix (OH), a fronte di urgenti necessità di

cassa della Società, ha provveduto ad erogare due finanziamenti soci¹ per un importo complessivo pari a 2.840 migliaia di Euro. Inoltre, OH ha acquistato crediti da Fullsix per un importo complessivo pari a 175,463 migliaia di Euro (congiuntamente ai due finanziamenti soci, le operazioni saranno anche definite “Operazioni di Finanziamento”).

In tale contesto, il comitato parti correlate di Fullsix (d’ora innanzi il “Comitato”) è chiamato ad esprimersi in ordine all’interesse della Società al compimento delle Operazioni di Finanziamento, oltre che alla convenienza e alla correttezza sostanziale delle relative condizioni applicate.

Tanto premesso, il Comitato ha incaricato il Prof. Maurizio Dallocchio, *founding partner* di DGPA & Co, di redigere un parere (d’ora innanzi anche il “Parere”) in merito alla correttezza della metodologia adottata da OH per la definizione del costo dei prestiti erogati e alla congruità del tasso di interesse applicato alle Operazioni di Finanziamento.

Le analisi illustrate nel presente Parere si svolgeranno attraverso le fasi descritte di seguito:

- a) in primo luogo, si fornirà una breve disamina sull’andamento della gestione caratteristica del Gruppo, con i relativi riflessi sui risultati economici e patrimoniali. Difatti, il presupposto fondamentale per definire il costo di una fonte di capitale è il rischio dell’operazione, che, nel caso di un finanziamento, è connesso alla probabilità che il soggetto finanziato risulti solvibile;
- b) in secondo luogo, verrà descritto il procedimento di stima adottato da OH per la definizione del costo delle Operazioni di Finanziamento e saranno rappresentati i rilievi posti dallo scrivente al processo di stima adottato;

¹ I due finanziamenti soci sono stati erogati nei mesi di aprile, giugno, luglio e settembre 2018, come meglio dettagliato nel seguito.

- c) in seguito verranno espone le considerazioni in merito ai presupposti teorici e metodologici per la stima del costo del debito;
- d) infine, verranno rappresentati i risultati delle analisi condotte per la stima di un intervallo di costo ritenuto congruo per le Operazioni di Finanziamento.

1.2. LA BASE INFORMATIVA UTILIZZATA

Al fine della stesura del presente Parere si è fatto riferimento alla seguente principale documentazione:

- 1. Fullsix, Bilancio di esercizio e consolidato dal 2014 al 2017;
- 2. Fullsix, Resoconto intermedio di Gestione al 31 Marzo 2018;
- 3. Fullsix, Comunicato del 20 settembre 2018 su approvazione della Relazione Finanziaria Semestrale al 30 giugno 2018;
- 4. Fullsix, Comitato Operazioni Parti Correlate, verbale riunione dell'11 giugno 2018;
- 5. Fullsix, Comitato Operazioni Parti Correlate, verbale riunione del 3 luglio 2018
- 6. Fullsix, Comitato Operazioni Parti Correlate, verbale riunione del 9 luglio 2018;
- 7. OH, Bozza di Contratto di finanziamento intragruppo "Apertura credito euro 2 milioni";
- 8. OH, Bozza di Contratto di finanziamento intragruppo "Euro 640 Mila";
- 9. Email Dott. Di Carlo, con relativo allegato, datata 4 giugno 2018.

Chi scrive ha inoltre esaminato ulteriore documentazione relativa a banche dati e a fonti pubblicamente disponibili (i.e., Bloomberg, Thomson Reuters, AIDA) oltre a dati gestionali forniti dalla Società.

2. FULLSIX

2.1. BREVE PROFILO SOCIETARIO

Fullsix è a capo di un Gruppo che offre servizi di marketing relazionale e interattivo, con posizionamento nel settore della trasformazione e della comunicazione digitale.

La Società è stata fondata nel 1988² e nel 2000 è avvenuta la quotazione delle azioni presso la Borsa valori di Milano.

Il Gruppo offre una gamma di servizi che comprendono: *digital transformation*, *data driven marketing*, *communication* e *piattaforme IoT* (progettazione infrastrutture per *smart city* e reti di telecomunicazioni integrate), coprendo l'intera catena del valore del *marketing* relazionale e interattivo.

La struttura del Gruppo segue una divisione in linea con le caratteristiche dei diversi business in cui lo stesso opera. Più in particolare:

- Softec Spa (società controllata al 50,42%) opera nel mercato *data enabled digital transformation* e offre servizi di *inbound marketing*, *social media strategy*, *marketing automation*.
- Fullsystem Srl (società controllata al 100%): società attiva nelle aree di gestione e ottimizzazione E2E di reti radio mobili (settore ICT), opera attraverso i brand “*Mobile*” e “*System*”.
- Orchestra Srl (società controllata all'80%) opera nell'ambito delle telecomunicazioni *wireless*, in particolare si occupa di implementazione di reti Wi-Fi.

² La Società nasce con il nome di “Inferentia”, denominazione mantenuta fino al 2005 quando adotta l'attuale denominazione.

Come anticipato, in data 2 marzo 2018, OH, società controllante del Gruppo Orizzonti Holding, e Centro Studi (consociata di OH), hanno stipulato un accordo preliminare vincolante, per il trasferimento, da realizzare attraverso scambio azionario, della partecipazione detenuta da Blugroup nella Società, con una partecipazione azionaria nella start-up innovativa MyAv, controllata da OH e partecipata da Centro Studi. Il menzionato accordo è stato perfezionato in data 29 marzo 2018 attraverso la sottoscrizione dell'atto definitivo di scambio di azioni di Fullsix, detenute da Blugroup, verso azioni di MyAv, detenute da OH e da Centro Studi.

A settembre 2018, in conseguenza dell'offerta pubblica di scambio totalitaria promossa da OH, Orizzonti Holding, Centro Studi, Marco Benatti e Blugroup detengono complessivamente una partecipazione pari a circa il 90,23% del capitale sociale della Società. Orizzonti Holding, con una partecipazione del 76,62%, risulta essere il socio di maggioranza di Fullsix ed, in tale veste, sta assicurando il sostegno finanziario di Fullsix, anche attraverso le Operazioni di Finanziamento oggetto del presente Parere.

2.2. I RISULTATI ECONOMICO-FINANZIARI

Il presupposto fondamentale per definire il costo di una fonte di capitale è collegato al rischio dell'operazione, che, nel caso di una operazione di finanziamento, corrisponde alla probabilità che il soggetto finanziato disponga delle risorse necessarie al servizio del debito.

Le tabelle di seguito riportate rappresentano i risultati economici e le consistenze patrimoniali d'esercizio di Fullsix relativi agli esercizi 2015, 2016 e 2017.

Conto Economico - Fullsix	2015A	2016A	2017A
Ricavi netti	5.038	2.538	2.267
Costo del lavoro	-2.364	-1.088	-1.082
Costo dei servizi	-2.144	-1.791	-1.861
Altri costi operativi netti	-864	-681	-469
Proventi/oneri non ricorrenti netti	702	-126	2
Oneri di ristrutturazione del personale	-23	0	0
Margine Operativo Lordo (EBITDA)	346	-1.103	-1.143
Ammortamenti	-212	-59	-36
Accantonamenti e svalutazioni	-73	-143	-197
Risultato operativo (EBIT)	60	-1.304	-1.376
Rettifiche di valore di attività finanziarie	-495	-108	-1.961
Dividendi da controllate	300	166	604
Proventi finanziari	82	96	157
Oneri finanziari	-107	-119	-121
Risultato ante imposte	-159	-1.269	-2.967
Imposte	126	468	177
Risultato delle attività continuative	-33	-801	-2.520
Risultato delle attività discontinue	0	0	0
Risultato netto	-33	-801	-2.520
Valori in migliaia di Euro			

Stato Patrimoniale - Fullsix	2015A	2016A	2017A
Crediti commerciali	790	314	109
Debiti commerciali	-970	-1.017	-1.114
Rimanenze	23	0	0
Capitale circolante commerciale (CCC)	-157	-703	-1.005
Altri crediti	5.906	5.431	4.325
Altri debiti	-4.943	-4.141	-3.330
Fondi	-144	-119	-719
Capitale circolante netto (CCN)	662	468	-729
Attivo fisso	7.875	7.997	7.091
Capitale investito netto (CIN)	8.537	8.465	6.362
Liquidità	-498	-1	0
Debiti finanziari vs. banche - entro l'esercizio	395	692	1.209
Debiti finanziari vs. banche - oltre l'esercizio	205	129	0
Altri finanziatori entro	0	0	0
Altri finanziatori oltre	0	0	0
Finanziamento soci	1.667	1.665	1.340
Posizione Finanziaria Netta (PFN)	1.769	2.485	2.549
Patrimonio netto	6.768	5.980	3.813
Fonti di finanziamento	8.537	8.465	6.362
Valori in migliaia di Euro			

Fonte: Bilanci di esercizio della Società

Nel periodo in analisi, la Società mostra un andamento della gestione operativa in peggioramento, accumulando perdite complessive per 3.354 migliaia di Euro nel triennio 2015-2017.

La struttura finanziaria della Società ha subito una graduale erosione del patrimonio netto, che passa da 6.768 migliaia di Euro nel 2015 a 3.813 migliaia di Euro nel 2017, generando un graduale incremento di forme di finanziamento a

titolo di capitale di debito. La posizione finanziaria della Società passa da 1.769 migliaia di Euro nel 2015 a 2.549 migliaia di Euro nel 2017.

Si segnala che in data 30 giugno 2015 Fullsix ha costituito la società FullDigi³ Srl e ceduto a quest'ultima il ramo di attività "Digi", assumendo il ruolo di *holding* di partecipazione con la funzione, tra l'altro, di direzione e coordinamento del Gruppo. Pertanto, da tale data, Fullsix non ha più svolto alcuna attività operativa, se non talune funzioni residuali connesse a vecchi contratti in essere.

Per quanto, data l'attività di mero coordinamento svolta dalla Società, i risultati di esercizio possano non essere pienamente rappresentativi della situazione a livello consolidato, anche il Gruppo ha mostrato una dinamica economica e patrimoniale in peggioramento, come esposto nei prospetti consolidati di Conto Economico e Stato Patrimoniale relativi agli esercizi 2015, 2016, 2017 e primo trimestre del 2018, di seguito riportati.

Conto Economico - Gruppo Fullsix	2015A	2016A	2017A	2018T
Ricavi netti	22.344	28.618	21.521	3.137
Costo del lavoro	-13.570	-14.052	-11.237	-1.888
Costo dei servizi	-6.294	-11.072	-8.478	-1.237
Altri costi operativi	-1.661	-2.065	-1.782	-254
Risultato della gestione ordinaria	820	1.429	24	-243
Altri proventi/oneri non ricorrenti netti	777	660	-15	0
Oneri di ristrutturazione del personale	-95	-58	-15	0
Margine operativo lordo (EBITDA)	1.502	2.030	-6	-243
Ammortamenti	-705	-993	-798	-174
Accantonamenti e svalutazioni	-239	-860	-1.078	0
Risultato operativo (EBIT)	558	177	-1.883	-417
Proventi finanziari	31	40	14	
Oneri finanziari	-181	-440	-382	
Risultato ante imposte	408	-223	-2.250	-438
Imposte	-84	-147	-212	-5
Risultato delle attività non cessate	324	-370	-2.463	-442
Risultato delle attività cessate o destinate alla cessione	-146	-37	0	-2
Risultato netto di periodo	178	-407	-2.463	-445
Altre componenti del risultato complessivo			0	0
Risultato netto del Gruppo e dei terzi	178	-407	-2.463	-445
Risultato netto di competenza di terzi	-37	-43	69	11
Risultato netto di competenza del Gruppo	141	-449	-2.393	-433
Valori in migliaia di Euro				

³ In data 20 luglio 2016, FullDigi Srl, insieme a FullPlan Srl, si è fusa per incorporazione nella società Softec Spa.

Stato Patrimoniale - Gruppo FullSix	2015A	2016A	2017A	2018T
Crediti commerciali	10.543	10.516	8.485	7.264
Debiti commerciali	-4.734	-6.643	-5.876	-5.450
Rimanenze	1.149	1.886	1.564	1.740
Capitale circolante commerciale (CCC)	6.958	5.759	4.173	3.554
Altri crediti	2.400	2.040	1.839	2.425
Altri debiti	-7.959	-7.793	-4.570	-5.418
Fondi	-1.347	-1.014	-1.962	-1.861
Capitale circolante netto (CCN)	52	-1.008	-520	-1.300
Attivo fisso	14.350	14.317	13.301	13.169
Capitale investito netto (CIN)	14.402	13.309	12.781	11.869
Liquidità	-1.289	-1.792	-290	-534
Debiti finanziari vs. banche - entro l'esercizio	3.490	4.472	3.982	3.334
Debiti finanziari vs. banche - oltre l'esercizio	1.105	729	300	300
Altri finanziatori entro	172	172	170	119
Altri finanziatori oltre	2.067	1.662	1.671	1.645
Finanziamento soci	0	0	0	0
Posizione Finanziaria Netta (PFN)	5.545	5.243	5.833	4.864
Patrimonio netto	8.857	8.066	6.948	7.005
Fonti di finanziamento	14.402	13.309	12.781	11.869
Valori in migliaia di Euro				

Fonte: Bilanci consolidati della Società

Nel periodo di analisi, i ricavi netti consolidati mostrano un andamento altalenante. Nonostante l'incremento di 6.275 migliaia di Euro della voce nel 2016 rispetto al 2015, grazie ai risultati positivi conseguiti dal segmento *System*, i ricavi complessivi dell'esercizio 2017 si sono attestati a valori inferiori a quelli del 2015.

Nel complesso, il Gruppo ha conseguito perdite cumulate per 2.690 migliaia di Euro nel triennio 2015-2017, con il patrimonio netto che passa da 8.857 migliaia di Euro al 2015 a 6.948 migliaia di Euro al 2017.

I risultati al 30 giugno 2018⁴ del Gruppo confermano una situazione economica in peggioramento, con risultati che evidenziano un calo dei volumi e della redditività rispetto agli esercizi precedenti. In particolare: i) i ricavi netti risultano pari ad 5.074 migliaia di Euro, in diminuzione di circa il 37% rispetto al primo semestre 2017, ii) la marginalità operativa (EBITDA) risulta negativa e pari a -193 migliaia di Euro, anche in questo caso in forte peggioramento rispetto al risultato del primo semestre 2017 (+463 migliaia di Euro) e iii) il

⁴ Comunicato del 30 settembre 2018 su approvazione Relazione Finanziaria Semestrale al 30 giugno 2018.

risultato di esercizio evidenzia una perdita di circa 1.400 migliaia di Euro. In relazione alle previsioni a breve termine, sulla base degli accadimenti del secondo trimestre 2018, in data 3 agosto 2018 il management della Società ha presentato un *revised* budget 2018 molto più conservativo, con previsione di un risultato negativo sull'esercizio 2018 sia per la Società che per il Gruppo.

Dopo aver fornito una disamina sugli attuali sviluppi dei valori economici e patrimoniali di Fullsix, nel capitolo successivo, chi scrive fornirà le proprie considerazioni in merito ai presupposti teorici e metodologici per la stima del costo del debito, prima di rappresentare il processo seguito per la stima del costo delle Operazioni di Finanziamento.

3. LA STIMA DEL COSTO DEL DEBITO DELLE OPERAZIONI DI FINANZIAMENTO

3.1. LA METODOLOGIA UTILIZZATA DA ORIZZONTI HOLDING ED I RILIEVI DELLO SCRIVENTE

Come già evidenziato in precedenza, Orizzonti Holding ha stimato il costo delle Operazioni di Finanziamento utilizzando il costo medio ponderato del capitale (WACC), calcolato pari a 7,35%.

Appare necessario un chiarimento sulla natura del WACC e sul suo impiego quale tasso di remunerazione finanziaria, prima di soffermarsi sui parametri che hanno condotto alla stima del suo valore da parte di OH nel contesto delle Operazioni di Finanziamento.

La struttura finanziaria d'impresa rappresenta l'insieme delle fonti di capitale cui ricorrono gli operatori economici per finanziare il capitale investito nella gestione aziendale.

In base alla probabilità di conseguimento del rendimento futuro e alla misura attesa dello stesso, è possibile effettuare una prima distinzione di fondo fra le forme di provvista disponibili:

- il capitale di debito, costituito da strumenti finanziari che predeterminano entità, distribuzione temporale e – ove previste – garanzie relativamente al ritorno economico atteso;
- il capitale di rischio, costituito da quegli strumenti finanziari che non garantiscono contrattualmente una remunerazione e che sono normalmente subordinati al rimborso del capitale di debito, ma che potenzialmente possono offrire rendimenti superiori a quest'ultimo per via del maggior rischio sostenuto.

Il costo complessivo delle due fonti di capitale disponibili, proprio e di debito, ponderato per i rispettivi pesi nella struttura finanziaria aziendale, viene stimato attraverso il costo medio ponderato del capitale (WACC), per unanime indirizzo di dottrina accademica e prassi professionale.

Tale saggio è matematicamente espresso dalla media ponderata dei tassi di remunerazione del capitale di rischio e del capitale di terzi: i tassi sono pesati rispettivamente per l'incidenza che le fonti di finanziamento hanno sulle risorse finanziarie complessivamente raccolte, a titolo di rischio ed a titolo di debito, impiegate dall'impresa.

In termini quantitativi vale la formula:

$$r = K_d * W_d + K_e * W_e$$

dove:

- $r =$ WACC;
- $W_e =$ peso della componente “equity” (capitale di rischio) nella struttura finanziaria aziendale;

- W_d = peso della componente debito nella struttura finanziaria aziendale;
- K_e = costo del capitale di rischio;
- K_d = costo dei debiti finanziari al netto della fiscalità.

Il costo del capitale di debito (K_d) è pari al costo dei debiti onerosi della società e può essere stimato a partire dalla relazione:

$$K_d = R_f + Spread$$

dove:

- K_d = costo del capitale di debito;
- R_f = rendimento degli investimenti privi di rischio;
- $Spread$ = premio per il rischio di debito.

Il costo del capitale di rischio (K_e) è definito come il costo opportunità del capitale azionario dell'azienda, ovvero il suo rendimento medio atteso. Il costo del capitale di rischio può essere stimato tramite differenti modelli. La prassi operativa prevalente impiega il modello del *Capital Asset Pricing Model* (CAPM), definito dalla seguente relazione:

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

dove:

- K_e = costo del capitale di rischio;
- R_f = rendimento degli investimenti privi di rischio;
- R_m = rendimento di un portafoglio di attività rappresentativo del mercato;
- β = indice della rischiosità della società rispetto alla media del mercato⁵;
- MRP = premio per il rischio di mercato.

⁵ In genere il β è stimato ponendo in relazione il rendimento di un titolo azionario con il rendimento del mercato mediante la tecnica della regressione semplice. In estrema sintesi, il parametro beta (β) misura il legame tra il rendimento del singolo titolo con quello del mercato azionario nel suo complesso.

Dal momento che il costo medio ponderato del capitale di un'impresa considera i rendimenti di mercato da garantire sia agli investitori in capitale di debito sia agli investitori in capitale di rischio dell'impresa stessa, tale costo possiede una duplice valenza. Da un lato, infatti, esso esprime il tasso di rendimento richiesto dagli investitori che intendano investire proporzionalmente i propri capitali nell'impresa nel suo complesso, senza alterarne la struttura finanziaria. Dall'altro, invece, esprime il tasso di rendimento medio richiesto da ciascuno degli investimenti effettuati dall'impresa affinché questa possa remunerare adeguatamente gli apportatori di capitali, di rischio e di debito.

La diversa tipologia di remunerazione richiesta dalle due categorie di capitali ha anche condotto taluni teorici della finanza aziendale a non definire il WACC né un costo né un rendimento atteso⁶, ma piuttosto una media ponderata tra un costo, in riferimento al capitale di debito, ed un rendimento atteso, in relazione al capitale di rischio.

Detto altrimenti, la tipologia di un apporto di capitale ne determina anche la congrua remunerazione. Coloro che apportano capitali con specifica finalità di capitali di terzi dovranno essere remunerati al costo del capitale di debito; coloro che apportano capitali con finalità di capitale proprio, invece, dovranno essere remunerati al rendimento atteso dal capitale di rischio.

Da quanto esposto, il WACC non può essere considerato il tasso congruo per stimare il rendimento richiesto in una operazione di finanziamento. Tale tasso, difatti, contiene, oltre alla remunerazione richiesta dal prestatore di capitale di debito, anche la remunerazione del capitale di rischio, che spetta, invece, all'azionista.

In altre parole, il finanziatore di capitale di debito viene remunerato secondo

⁶ Pablo Fernandez, "WACC: definition, misconceptions and errors", 2015.

condizioni prestabilite, pertanto non sopporta il rischio di mancata remunerazione sostenuto dal prestatore di capitale di rischio. A ben vedere, infatti, la mancata remunerazione per il finanziatore di capitale di debito è rilevabile solo nei casi di insolvenza dell'impresa debitrice e, pertanto, la corretta stima del costo del capitale di debito deve tener conto della capacità dell'impresa di rimborsare il capitale preso a prestito e del suo "merito di credito". Sui parametri per la stima del capitale di debito si tornerà nel paragrafo successivo.

Tralasciando, per puro esercizio, le considerazioni appena esposte sulla incompatibilità tra il WACC e la stima del costo di un finanziamento, analizzando il procedimento utilizzato da OH per stimare il WACC, emergono due considerazioni.

In primo luogo, il paniere utilizzato da OH per la stima del WACC si compone di 13 società attive in Europa occidentale e negli Stati Uniti d'America, prevalentemente nei settori del commercio all'ingrosso ed al dettaglio *multiformat*⁷. Il WACC emergente dall'analisi di tale paniere di società sarebbe espressione, pertanto, del costo del capitale per imprese operanti nel settore di attività di OH, e non di Fullsix. Considerando che i capitali vengono impiegati nella Società, sarebbe stato corretto tener conto del costo del capitale di riferimento del settore di Fullsix.

In secondo luogo, si riscontra una incongruenza temporale tra la stima del WACC da parte di OH e le date di erogazione dei finanziamenti a Fullsix. In particolare, il costo del capitale medio ponderato calcolato da OH fa riferimento a dati aggiornati al mese di dicembre 2016, mentre le Operazioni di Finanziamento si riferiscono ai mesi di aprile, giugno e luglio 2018.

⁷ Nello specifico, il paniere include: Marr Spa, Casino GP, Carrefour SA, Metro AG, Sligro Food Group NV, Ahold Delhaize NV, Jeronimo Martins Tesco Plc, Sainsbury Plc, Morrison Supermkts, Kroger Co, Sysco Co e Wal-mart.

3.2. LA METODOLOGIA PER LA CORRETTA STIMA DEL COSTO DEL DEBITO

Il capitale di debito rappresenta una modalità di raccolta di capitale cui ampiamente ricorrono le imprese non finanziarie. Tale ricorso avviene secondo modalità ed entità che possono differenziarsi in ragione delle caratteristiche dello specifico mercato, della natura degli operatori e della tipologia degli strumenti di raccolta.

Le modalità di approvvigionamento presso gli operatori economici da cui le aziende attingono mezzi finanziari sono sostanzialmente due:

- negoziazione diretta (c.d. *private placement*) con una o più specifiche controparti quali istituti di credito, società di leasing e/o di factoring, azionisti ecc., che offre tipicamente la possibilità di realizzare formule di provvista anche non standard ed una maggior facilità in sede di eventuale rinegoziazione del debito, a fronte dell'assenza di un mercato secondario liquido del debito;
- offerta diretta al pubblico (c.d. *public placement*) rivolta a investitori istituzionali quali istituti di credito, compagnie assicurative, fondi pensione ecc. oppure a persone fisiche, che, al contrario, prevede una maggior standardizzazione delle operazioni, una minor flessibilità nell'eventuale rinegoziazione del debito, ma rende possibile la liquidabilità dello strumento di debito in tempi rapidi.

Nell'ottica di stimare il corretto onere dei fondi raccolti a titolo di capitale di debito, si procede attraverso la valutazione delle capacità future dell'impresa di poter far fronte al servizio del debito, ovvero al rimborso del capitale preso a prestito e alla corresponsione periodica degli oneri finanziari richiesti sul finanziamento.

Secondo la più influente dottrina accademica, il valore di un'impresa è difatti funzione della capacità della stessa di produrre flussi di risultato futuri. Per ciò

che concerne i prestatori di capitale di debito, tali flussi devono essere opportunamente scontati ad un tasso espressione dei rendimenti accettabili per i sottoscrittori delle passività finanziarie d'impresa.

In tale ambito, il costo del capitale di debito (K_d) dipende da un lato dal livello corrente dei tassi di interesse, e dall'altro, dalla capacità dell'impresa di assolvere alle obbligazioni finanziarie contratte, ovvero dalla possibilità che l'impresa sia in grado di onorare il servizio del debito.

Il costo del capitale di debito è dunque pari alla somma tra un tasso definito "risk free", espressione del rendimento corrente degli investimenti con rischio molto contenuto ed uno *spread*, espressione del rischio sopportato dai prestatori di capitale e collegato alla possibilità che l'impresa risulti insolvente. In tale ottica, lo *spread* può essere interpretato come un "giudizio" sul merito creditizio dell'entità finanziata.

Nel caso delle operazioni di finanziamento, la componente "risk free" è tipicamente individuata facendo ricorso a tassi che misurano i costi medi della raccolta per gli intermediari finanziari, oppure a tassi medi con cui gli istituti di credito stipulano derivati a copertura del rischio di interesse (i.e. Euribor, Eurirs). A partire da tale valore, il tasso "risk free" complessivo si ottiene includendo un premio aggiuntivo riferito alla nazione di riferimento dell'operazione di finanziamento (c.d. *country spread*).

In alternativa a tale procedimento, è possibile stimare il tasso "risk free" ricorrendo ai rendimenti dei titoli di stato del paese oggetto di interesse, adottando un approccio che include in un unico tasso anche il premio aggiuntivo per il rischio paese.

Con riferimento allo *spread*, ovvero al parametro che remunera il finanziatore considerando il rischio di insolvenza del creditore, esso può essere stimato misurando lo *spread* di strumenti di debito⁸ negoziati per entità con livelli di

⁸ Operativamente, è possibile reperire informazioni su titoli di debito quotati attraverso banche

rischio simili. Il livello di rischio può essere approssimato attraverso l'utilizzo del *rating*, laddove disponibile, oppure individuando una classe di *rating* adottabile per l'impresa oggetto di valutazione, qualora il *rating* non fosse disponibile⁹.

Sulla base delle considerazioni appena esposte, nei paragrafi successivi si fornirà una stima del costo del debito per le Operazioni di Finanziamento.

3.3. LA STIMA DEL COSTO DEL FINANZIAMENTO SOCI

Orizzonti Holding ha erogato alla Società un finanziamento soci per un importo complessivo pari a 2.640 migliaia di Euro, derivante da: i) un finanziamento soci per 2.000 migliaia di Euro, erogato in data 3 aprile 2018; ii) un finanziamento soci per un importo pari a 550 migliaia di Euro, erogato in data 6 giugno 2018 ed iii) un finanziamento soci per un importo pari a 90 migliaia di Euro, erogato in data 17 luglio 2018.

OH ha inoltrato alla Società delle bozze di contratto per i predetti finanziamenti ma, ad oggi, non è stato ancora sottoscritto un accordo per disciplinare le condizioni di rimborso dei finanziamenti erogati.

Più in particolare, OH ha fornito alla Società: i) una bozza di contratto di finanziamento per l'importo di 2.000 migliaia di Euro¹⁰ ed ii) una bozza di contratto di finanziamento per l'importo di 640 migliaia di Euro¹¹.

Dai contratti in bozza emerge che il finanziamento per l'importo di 2.000 migliaia di Euro si configura come apertura di credito con scadenza fissata il 28 marzo 2021, mentre il finanziamento per l'importo di 640 migliaia di Euro si

dati finanziarie come Bloomberg e Reuters.

⁹ Tipicamente il *rating* è disponibile per imprese di grandi dimensioni o per società che collocano strumenti di debito sui mercati finanziari.

¹⁰ Cfr. doc. uff. num. 7.

¹¹ Cfr. doc. uff. num. 8.

configura come mutuo con scadenza fissata il 30 giugno 2019¹².

Alla data di redazione del presente Parere, sulla base di quanto riportato nel comunicato sulla approvazione della relazione finanziaria semestrale al 30 giugno 2018¹³:

- il finanziamento ricevuto da OH al 30 giugno 2018, è pari complessivamente a 2.584 migliaia di Euro, di cui 2.550 migliaia di Euro in linea capitale e 34 migliaia di Euro di interessi passivi maturati;
- a fronte del protrarsi delle difficoltà finanziarie della Società, in data 20 settembre 2018, OH ha trasmesso una lettera al CDA ed al Collegio Sindacale della Società attraverso la quale ha dichiarato di convertire una parte del proprio credito per finanziamento soci verso Fullsix, per l'importo di 1.000 migliaia di Euro, a versamento in conto futuro aumento di capitale¹⁴.

Considerate tali premesse, per la stima del costo del debito finanziario, in linea con quanto rappresentato in precedenza, è necessario calcolare un congruo *spread* sui finanziamenti, espressione della capacità di rimborso e del merito di credito della Società.

In particolare, il costo del capitale di debito può essere calcolato riferendosi alla già richiamata equazione:

$$K_d = R_f + Spread$$

¹² Entrambe le bozze dei contratti di finanziamento prevedono che Fullsix potrà in ogni momento restituire, in tutto o in parte, la somma presa a prestito. Inoltre, nel caso in cui, prima della scadenza, fosse deliberato un aumento di capitale di Fullsix, OH potrà liberare, in tutto o in parte, la quota dello stesso aumento di capitale da essa sottoscritta attraverso la rinuncia totale o parziale, per corrispondente importo, al credito relativo alle somme date in prestito.

¹³ Cfr. doc. uff. num. 5.

¹⁴ In precedenza, già in data 3 agosto 2018, a fronte del protrarsi delle difficoltà finanziarie della Società, OH ha deliberato di convertire una parte del proprio credito per finanziamento soci verso FullSix, per l'importo di 500 migliaia di Euro, a versamento in conto futuro aumento di capitale

dove la componente “risk free”, per finanziamenti con una durata di 1 anno e 3 anni, è stimabile pari ad un valore prossimo allo zero, come rappresentato nella tabella successiva¹⁵.

	Titolo di stato IT 12mesi	Titolo di stato IT 3anni
MEDIA ULTIMI 12 MESI	0,18%	-0,30%
MEDIA ULTIMI 6 MESI	0,29%	-0,23%
MEDIA ULTIMI 3 MESI	0,55%	-0,07%
MEDIA ULTIMO MESE	1,26%	0,30%

Fonte: Elaborazione dati Bloomberg

Con riferimento allo *spread*, chi scrive ha condotto un’analisi sui rendimenti offerti da strumenti di debito quotati, per emittenti con merito di credito comparabile a quello della Società. Come anticipato infatti, un procedimento per stimare lo *spread* sul debito finanziario prevede l’utilizzo del *rating*, ovvero del giudizio sul merito creditizio degli emittenti, pubblicato da società specializzate. Qualora non fosse disponibile il *rating*, come nel caso di specie, è possibile procedere, per analogia, individuando le classi di *rating* più consone alla società oggetto di valutazione.

Chi scrive ha condotto tale analisi osservando i rendimenti e gli *spread* su obbligazioni quotate con *rating* emesso da Standard & Poor’s che, come noto, è uno dei principali fornitori al mondo di ricerca sui rischi di credito. In linea generale, i *rating* sono raggruppabili in due categorie: “investment grade” e “speculative grade”, che suddividono gli emittenti più solidi e con un grado di rischio modesto (“investment grade”), dagli emittenti più vulnerabili e con un rischio di insolvenza crescente (“speculative grade”).

Dall’analisi dei dati economico finanziari della Società, sia civilistici che consolidati, si evidenzia un peggioramento sostanziale della gestione

¹⁵ I rendimenti dei Titoli di Stato Italia a 1 anni e 3 anni sono stati stimati utilizzando rispettivamente gli indici “GBOTG12M Index” e “GBTPGR3 Index”.

caratteristica della Società, anche conseguenza della contrazione del giro d'affari in cui il Gruppo opera¹⁶.

È, inoltre, sembrato opportuno a chi scrive indagare più a fondo sulle condizioni di equilibrio finanziario della Società, facendo riferimento a esperienze internazionali e a modelli statistici, onde meglio esaminarne il merito creditizio.

Chi scrive ha così indagato l'evoluzione del rischio di insolvenza riferibile alla Società, mediante la determinazione del coefficiente statistico denominato "Z-Score" e riconducibile al Prof. E. Altman, Professore di Finanza presso NYU Stern School of Business¹⁷. Tale indicatore consente di definire la probabilità di fallimento di una società, ricorrendo ad un modello sofisticato basato sull'analisi statistica discriminante, costruita attraverso l'osservazione di realtà solvibili e realtà in situazioni d'insolvenza, espressa attraverso un punteggio (c.d. "Coefficiente Z" o "Z-Score") in grado di separare le aziende sane e con prospettive solide e sostenibili dalle realtà che potrebbero ricadere in situazioni di *default*.

Nella fattispecie, al fine della stima del rischio di *financial distress*, si è provveduto ad analizzare la funzione discriminante elaborata da Altman, nella versione del modello riferibile alle società quotate, che classifica le variabili impiegate in cinque indici di bilancio relativi all'analisi della liquidità, della redditività, della leva finanziaria e della solvibilità, sulla base della seguente relazione:

$$Z' = 1,2 X_1 + 1,4 X_2 + 3,3 X_3 + 0,6 X_4 + 1,0 X_5$$

Le variabili impiegate pari a cinque, ciascuna rappresentativa di una differente

¹⁶ Per l'andamento della gestione della Società e del Gruppo si rimanda al paragrafo 2.2 del presente Parere.

¹⁷ Originariamente elaborato nel 1968 e successivamente rivisitato in diverse versioni (Cfr. E. Altman, "Financial Ratios, Discriminant Analysis and the Prediction of Corporate Bankruptcy" in *Journal of Finance*, Settembre 1968; E. Altman - E. Hotchkiss, "Corporate Financial Distress and Bankruptcy - Third Edition", John Wiley & Sons, 2006).

area dell'attività di impresa, vengono di seguito riportate:

$$X_1 = (\text{Attivo Corrente} - \text{Passivo Corrente}) / \text{Totale Attivo};$$

$$X_2 = \text{Utili non distribuiti} / \text{Totale Attivo};$$

$$X_3 = \text{Reddito Operativo} / \text{Totale Attivo};$$

$$X_4 = \text{Capitalizzazione di mercato} / \text{Totale Passivo};$$

$$X_5 = \text{Fatturato} / \text{Totale Attivo}.$$

I risultati dei calcoli condotti, con riferimento all'arco temporale 2014-2017, vengono di seguito sintetizzati:

Zeta score	2014	2015	2016	2017
Variabili				
X ₁	-0,04	-0,03	-0,09	-0,09
X ₂	-0,05	0,00	-0,01	-0,09
X ₃	-0,02	0,02	0,01	-0,07
X ₄	1,45	0,69	0,48	0,82
X ₅	1,20	0,75	0,94	0,84
Variabili*Coefficienti				
X ₁ *1,2	-0,05	-0,04	-0,11	-0,11
X ₂ *1,4	-0,07	0,01	-0,02	-0,13
X ₃ *3,3	-0,08	0,06	0,02	-0,24
X ₄ *0,6	0,87	0,41	0,29	0,49
X ₅ *1,0	1,20	0,75	0,94	0,84
Z-score	1,86	1,19	1,11	0,85

Nel dettaglio, l'Autore del modello giunge ad una caratterizzazione delle aziende monitorate sulla base delle seguenti classi di rischio di *default*: i) c.d. “*Distress Zone*”, in presenza di un valore del coefficiente inferiore a 1,23; ii) c.d. “*Grey Zone*”, in presenza di un valore del coefficiente compreso tra 1,23 e 2,90; iii) c.d. “*Safe Zone*”, in presenza di un valore del coefficiente superiore 2,90¹⁸.

¹⁸ Cfr. E. Altman - E. Hotchkiss, “Corporate Financial Distress and Bankruptcy - Third Edition”, John Wiley & Sons, 2006.

Dall'analisi dei risultati forniti dall'applicazione del modello *Z'-Score* emerge un sensibile incremento del rischio d'insolvenza riferibile alla Società nel corso dell'orizzonte analizzato, riassumibile in un punteggio *Z'-Score* che passa da 1,86 nel 2014 a 0,85 nel 2017, a fronte di una soglia di “*distress zone*” identificata dalla dottrina in un valore del coefficiente in esame al di sotto di 1,23.

A fronte di tali risultati, chi scrive ha ritenuto di dover identificare, quale macro categoria di *rating* assegnabile alla Società, la categoria “*speculative grade*” ed ha condotto le proprie analisi concentrandosi sugli strumenti di debito quotati caratterizzati da un *rating* “*speculative*”.

Identificato il segmento di merito creditizio, chi scrive ha condotto una ricerca utilizzando la banca dati Bloomberg e analizzando gli *spread* sulle obbligazioni quotate per emittenti domiciliati in Italia. Più in particolare, è stato analizzato l'andamento delle obbligazioni quotate attualmente attive, escludendo quali categorie di emittenti le banche, gli intermediari finanziari e le assicurazioni. Per restringere l'analisi all'indebitamento con scadenza nel breve/medio termine, sono state esaminate le obbligazioni con scadenza entro i prossimi 5 anni e si è ottenuto un numero complessivo di osservazioni pari a 56.

L'analisi si è concentrata su due parametri: i) “*G-spread*”, ovvero il differenziale medio tra il bond e il rendimento interpolato del titolo di stato e ii) “*I-spread*”, ovvero il differenziale medio tra il bond e il rendimento interpolato della curva dei tassi swap ed ha condotto ad identificare i seguenti valori:

- media “*G-spread*” pari a 8,48%
- media “*I-spread*” pari a 8,07%

Chi scrive ritiene che entrambi i parametri possono essere considerati appropriati per la stima dello *spread* sui finanziamenti soci concessi da OH.

Pertanto, dai dati riportati, l'intervallo di *spread* medio sulle obbligazioni

quotate individuate risulta compreso tra l'8,07% e l'8,48%, che chi scrive ritiene congruo, quale *spread* sui finanziamenti soci ad oggetto del presente Parere, in linea con le caratteristiche, in termini di merito creditizio, della Società.

Un'ulteriore analisi cui la prassi professionale talvolta ricorre per una indicazione sul costo del debito degli emittenti, a partire dal merito creditizio espresso dal *rating*, consiste nell'esaminare le rilevazioni periodiche pubblicate da Aswath Damodaran, Professore di Finanza presso NYU Stern School of Business. In particolare, Damodaran analizza i rendimenti delle obbligazioni quotate¹⁹ e fornisce una indicazione di *spread* sul debito per ogni categoria di *rating*²⁰. Analizzando le ultime rilevazioni²¹ di Damodaran emerge che lo *spread* segnalato per le categorie di *rating* “*speculative grade*” è compreso tra un minimo di 1,98% per gli emittenti con *rating* “BB+” ad un massimo pari a 13,95%, per gli emittenti con *rating* “C”. Chi scrive ritiene che, nel caso di specie, la Società abbia un merito di credito traducibile in uno *spread* più prossimo alla fascia alta dell'intervallo di valori emergente dalle analisi di Damodaran. Anche tale studio prende in considerazione, per la stima dei valori proposti, le obbligazioni quotate ma, ai fini delle considerazioni ad oggetto nel presente Parere, ha il limite di focalizzarsi esclusivamente sul mercato obbligazionario americano.

3.4. LA STIMA DEL COSTO DELLA CESSIONE DEL CREDITO

Orizzonti Holding ha acquistato, in data 9 luglio 2018, crediti della Società per

¹⁹ A. Damodaran, “Ratings, Interest Coverage Ratios and Default Spread”, 2015.

²⁰ Anche in questo caso, il costo del debito complessivo può essere stimato aggiungendo il tasso “risk free” alla categoria di *spread* individuata.

²¹ Fonte: http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ratings.htm. Aggiornate a gennaio 2018.

un importo pari a 175,463 migliaia di Euro, derivanti da: i) un accordo transattivo, già sottoscritto da Fullsix, a chiusura di un procedimento innanzi alla Corte d'Appello di Parigi con Freedom Holding SAS e Fullsix Group SAS, per 120 migliaia di Euro ed ii) un credito verso Microsoft Srl per servizi resi, per 55,463 migliaia di Euro.

Per la definizione delle condizioni relative a tale operazione, la Società ha ricevuto una bozza di lettera di cessione di credito da parte di OH, con i termini proposti per l'acquisto delle menzionate posizioni. Più in particolare, OH ha richiesto che: i) la cessione venga effettuata *pro solvendo*; ii) la Società riconosca ad OH, oltre al valore nominale dei crediti, gli interessi calcolati al saggio del 7,35% annuo, pari al tasso WACC stimato da OH sulla base del procedimento già richiamato.

In merito alla correttezza dell'utilizzo del saggio WACC con riferimento alla concessione di un finanziamento, è stato già evidenziato, in precedenza nel presente Parere, che tale saggio non costituisce il corretto parametro per la stima del costo di una operazione di finanziamento.

A partire da tale considerazione, per la stima del costo ritenuto congruo dell'operazione di cessione del credito, è stata effettuata una ricerca sui tassi medi applicati per operazioni di finanziamento confrontabili.

Dal punto di vista operativo, per stimare un costo dell'operazione effettuata dalla Società, chi scrive ha ritenuto opportuno riferirsi allo studio sui tassi medi correnti applicati ai finanziamenti da parte delle banche e degli intermediari finanziari non bancari, pubblicato periodicamente da Banca d'Italia²².

Banca d'Italia pubblica, infatti, con cadenza trimestrale, le rilevazioni sui tassi

²² Banca d'Italia, Rilevazioni sui tassi effettivi globali medi (TEGM), 27 giugno 2018.

effettivi globali medi (TEGM) praticati dal sistema bancario e finanziario in relazione a categorie omogenee di operazioni creditizie, ripartite in classi di importo.

Il Tasso effettivo globale medio (TEGM) indica il valore medio del tasso, nel secondo trimestre precedente, effettivamente applicato dal sistema bancario e finanziario, suddiviso per categorie di operazioni monitorate. Il valore del TEGM tiene conto delle commissioni, remunerazioni a qualsiasi titolo e delle spese, escluse quelle per imposte e tasse, collegate all'erogazione del credito. Il TEGM viene, inoltre, adottato anche per il calcolo degli interessi usurari, attraverso la previsione di un tasso soglia massimo per categoria di operazione.

Le categorie di finanziamento sulle quali si sviluppa l'analisi di Banca d'Italia sono le seguenti:

- Aperture di credito in conto corrente;
- **Anticipi, sconti commerciali, crediti personali e altri finanziamenti effettuati dagli intermediari non bancari.** Rientrano in questa categoria di rilevazione i finanziamenti a valere su effetti, altri titoli di credito e documenti s.b.f., le operazioni di finanziamento poste in essere sulla base di un contratto di cessione del credito ex art. 1260 c.c. diverse dal factoring e le operazioni di sconto di portafoglio commerciale;
- Credito personale;
- Credito finalizzato;
- **Factoring.** Rientrano in questa categoria di rilevazione gli anticipi erogati a fronte di un trasferimento di crediti commerciali effettuati con la clausola "pro solvendo" o "pro soluto", dal soggetto titolare (impresa fattorizzata) a un intermediario specializzato (*factor*);
- Leasing & Mutui;

- Prestiti contro cessione del quinto dello stipendio e della pensione;
- Credito *revolving* e finanziamenti con utilizzo di carte di credito;
- Altri finanziamenti.

Con riferimento alla classificazione di Banca d'Italia, l'operazione di cessione del credito condotta dalla Società potrebbe essere ricondotta ad un anticipo fatture o ad un servizio di *factoring*.

Entrambe le operazioni consentono all'impresa di smobilizzare il credito ottenendo la liquidità, prima dell'effettiva riscossione della relativa fattura, ovvero prima del pagamento da parte del cliente. Il vantaggio di tali operazioni risiede, naturalmente, nella possibilità di disporre della liquidità in anticipo.

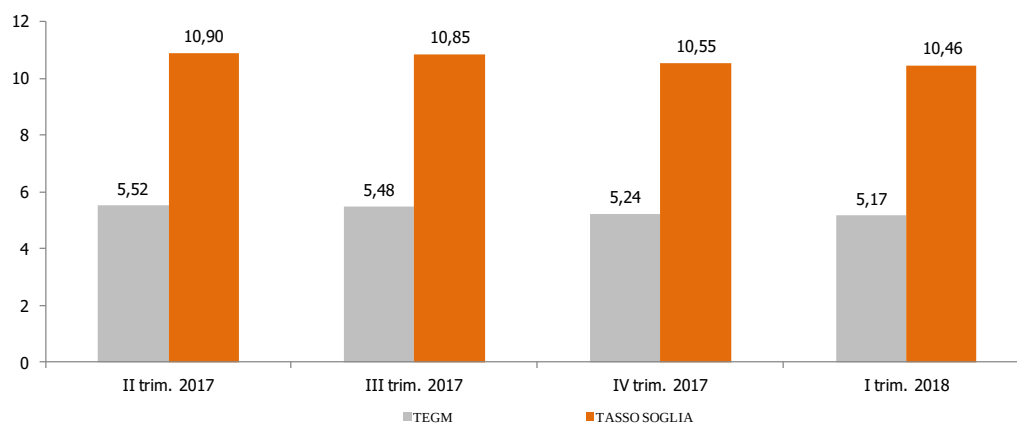
La differenza sostanziale tra l'anticipo fatture ed il *factoring* riguarda la tipologia di rapporto tra l'impresa cedente ed il soggetto che anticipa l'importo della fattura. Con il *factoring*, infatti, è previsto che l'impresa stabilisca un rapporto su base continuativa con un operatore specializzato (*factor*), che oltre ad anticipare l'importo di una serie di fatture (di solito viene definito un ammontare complessivo da anticipare o stabilito verso quali clienti procedere al *factoring*), fornisce all'impresa cliente altri servizi aggiuntivi. Il *factoring* costituisce, pertanto, una soluzione più strutturata rispetto all'anticipo fatture, dove la cessione del credito costituisce lo strumento attraverso cui è accedere all'erogazione di una serie di servizi da parte della società di *factoring*.

Considerando che l'operazione di cessione del credito condotta dalla Società si configura come una operazione "spot", ovvero senza le caratteristiche di continuità presenti nelle operazioni di *factoring*, chi scrive ritiene di doverla più propriamente classificare nella categoria "Anticipi, sconti commerciali, crediti personali e altri finanziamenti effettuati dagli intermediari non bancari".

In tale categoria, il TEGM ultimo rilevato da Banca d'Italia, per la classe di importo rilevante ai fini dell'operazione di finanziamento della Società risulta

pari a 5,17%, mentre il tasso soglia risulta pari a 10,46%.

Nella figura seguente si riportano i valori appena menzionati e le serie storiche più recenti per le due tipologie di tasso²³.



Fonte: Elaborazione su dati Banca d'Italia

Considerate le caratteristiche in termini di merito di credito della Società, chi scrive ritiene che un congruo intervallo di valori per la stima del costo dell'operazione di cessione del credito possa essere compreso tra il TEGM ed il tasso soglia, ovvero tra 5,17% e 10,46%.

²³ Le date di inizio e fine periodo fanno riferimento al periodo di rilevazione dei TEGM e del tasso soglia, come da analisi di Banca d'Italia.

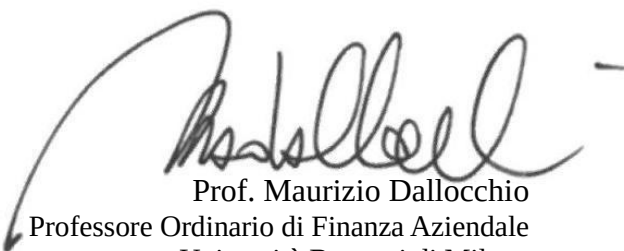
4. CONCLUSIONI

Chi scrive, richiamati integralmente in questa sede, l'operazione all'origine ed il quesito alla base dell'incarico ricevuto, come indicato nel capitolo n. 1, ritiene che:

- il saggio da utilizzare per la corretta stima del costo delle Operazioni di Finanziamento sia il tasso espressione del costo del debito, così come indicato nei paragrafi n. 3.1. e n. 3.2.;
- un congruo intervallo di valori per la definizione dello *spread* sul credito nella stima del costo dei finanziamenti soci possa essere compreso tra l'8,07% e l'8,48%, sulla base delle considerazioni sviluppate nel paragrafo n. 3.3.;
- un congruo intervallo di valori per la stima del costo dell'operazione di cessione del credito possa essere compreso tra il 5,17% ed il 10,46%, sulla base delle considerazioni sviluppate nel paragrafo n. 3.4.

5 ottobre 2018

In fede



Prof. Maurizio Dallochio
Professore Ordinario di Finanza Aziendale
Università Bocconi di Milano
Founding Partner DGPA & Co