RELAZIONE DELL'ESPERTO EX ART.2501 SEXIES C.C.

SUL RAPPORTO DI CAMBIO INDICATO

NEL PROGETTO DI FUSIONE PER INCORPORAZIONE

IN ACQUE VICENTINE S.P.A.

DI ALTO VICENTINO SERVIZI S.P.A.

Dott.ssa Martina Valerio
Via Garziere nr. 23
36016 Thiene (VI)

Thiene, 11 settembre 2017

Sommario

1. L'incarico pag. 3

2. I soggetti e la prospettata operazione straordinaria pag. 4
   2.1 Le società partecipanti alla fusione pag. 4
   2.2 La prospettata operazione straordinaria pag. 5

3. Il quadro normativo e le finalità della relazione dell'esperto pag. 7
   3.1 I riferimenti normativi: gli interessi tutelati e gli obblighi imposti all'esperto pag. 7
   3.2 Natura e portata della relazione ex art.2501 sexies c.c. pag. 8

4. La documentazione utilizzata per lo svolgimento dell'incarico pag. 9

5. La metodologia di valutazione per la determinazione del rapporto di cambio pag. 11

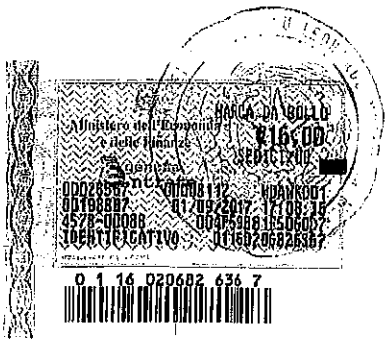
6. Le difficoltà di valutazione incontrate dagli Amministratori pag. 13

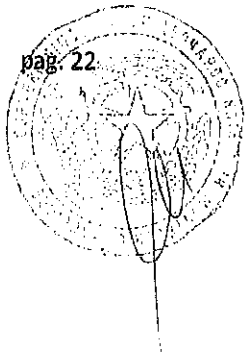
7. I risultati emersi dalla valutazione effettuata dagli Amministratori pag. 14
   7.1 Valutazione delle singole società in ottica *stand alone* pag. 14
   7.2 Considerazioni aggiuntive sul Soggetto aggregato risultante dalla fusione pag. 15
   7.3 Determinazione del rapporto di concambio pag. 17

8. Il lavoro svolto pag. 18

9. L'adeguatezza del metodo di valutazione utilizzato e la validità delle stime ottenute pag. 21

10. Le conclusioni pag. 22





1. L'incarico

Con ricorso in data 6 luglio 2017 i rappresentanti legali di:

- **Acque Vicentine S.p.A.**, società con sede in Vicenza, Viale Dell'Industria 23, C.F. e P.IVA n. 03196760247

e

- **Alto Vicentino Servizi S.p.A.**, società con sede in Thiene (VI), Via San Giovanni Bosco 77/B, C.F. e P.IVA n. 03043550247

hanno presentato al Tribunale di Vicenza ricorso per la nomina di un esperto comune che, a norma dell'art. 2501 sexies c.c., rediga la Relazione sulla congruità del rapporto di cambio delle azioni (di seguito, l'INCARICO) nella prospettata operazione di fusione per incorporazione di Alto Vicentino Servizi S.p.A in Acque Vicentine S.p.A. (di seguito, la FUSIONE).

Con decreto in data 07/17 luglio 2017, che si allega, il Tribunale di Vicenza ha designato quale esperto comune la sottoscritta dott.ssa Martina Valerio, iscritta all'Ordine dei Dottori Commercialisti ed Esperti Contabili di Vicenza al nr. 708 sez. A, nonché al Registro dei Revisori Contabili al nr. 120.241 pubblicato nella G.U. nr. 13 del 13 febbraio 2001.

L'illustrazione delle analisi e delle elaborazioni peritali compiute per adempiere all'INCARICO è strutturata come segue:

- ✓ I soggetti e la prospettata operazione straordinaria;
- ✓ Il richiamo delle disposizioni normative applicabili alla fattispecie e la conseguente finalità della Relazione;
- ✓ La documentazione utilizzata per lo svolgimento dell'INCARICO;
- ✓ La metodologia di valutazione adottata dagli Amministratori delle società partecipanti alla FUSIONE per la determinazione del rapporto di cambio e le difficoltà affrontate;
- ✓ I risultati emersi dalla valutazione degli Amministratori;
- ✓ Il lavoro svolto in ordine alla verifica dell'adeguatezza delle valutazioni effettuate;
- ✓ l'attestazione in ordine a quanto previsto dall'art. 2501 sexies c.c.

Si evidenzia che le parti ricomprese tra << e >> sono tratte dalla "Relazione degli amministratori al progetto di fusione" approvata in data 13-23 giugno 2017.

2. I soggetti e la prospettata operazione straordinaria

2.1 Le società partecipanti alla Fusione

I soggetti partecipanti alla FUSIONE sono i seguenti:

- **società incorporante:**
  Acque Vicentine S.p.A. (di seguito, AVI), con sede in Vicenza, Viale dell'Industria 23, Codice fiscale, Partita IVA e numero di iscrizione al Registro delle Imprese di Vicenza 03196760247, capitale sociale alla data approvazione del Progetto di fusione pari ad Euro 5.845.000,00 interamente sottoscritto e versato e suddiviso tra nr. 116.900 azioni ordinarie con valore nominale pari ad Euro 50,00;

- **società incorporanda:**
  Alto Vicentino Servizi S.p.A. (di seguito, AVS), con sede in Thiene (VI), Via San Giovanni Bosco n.77/B, Partita IVA e numero di iscrizione al Registro delle Imprese di Vicenza 03043550247, capitale sociale alla data approvazione del Progetto di fusione pari ad Euro 2.167.227,00, interamente sottoscritto e versato e suddiviso tra nr. 2.167.227 azioni con valore nominale pari ad Euro 1 ciascuna.

I soggetti partecipanti alla prospettata operazione straordinaria sono società a capitale interamente pubblico, partecipate da Comuni della Provincia di Vicenza ricadenti nell'Ambito Territoriale Ottimale Bacchiglione (di seguito, ATO), l'ente d'ambito cui la Regione Veneto, con la Legge Regionale nr. 17 del 27.04.2012, ha affidato il compito di sovraintendere al ciclo integrato dell'acqua per il territorio di propria competenza

Tali soggetti operano, dunque, come gestori *in house* nel settore del servizio idrico integrato (di seguito, SII) ai sensi della L.R. 59/98 e del D. Lgs. 152/2006. Le società operano in regime di tariffe amministrate per quanto riguarda le attività di servizi di acquedotto, fognatura e depurazione dei reflui civili, fognatura e depurazione dei reflui industriali, regolazione del servizio. Operano, invece, in regime di libero mercato per le attività di trattamento dei rifiuti liquidi biocompatibili. Le società agiscono come gestori *in house*, quindi svolgono il servizio nel territorio degli enti che ne detengono il capitale sociale e che svolgono su di esse il cosiddetto "controllo analogo", mediante l'Assemblea di coordinamento degli enti locali soci, coerentemente con quanto previsto dalla normativa europea.

Entrambe le società si qualificano quali gestori del SII nel territorio fino all'anno 2026 dei complessivi 69 Comuni soci tutti appartenenti alla Provincia di Vicenza (di tali Comuni nr. 31 fanno capo ad Acque Vicentine S.p.A. e nr. 38 fanno capo ad Alto Vicentino Servizi S.p.A.).



2.2 La prospettata operazione straordinaria

L'operazione di FUSIONE di cui si discute si colloca nell'ambito di un auspicato processo di riorganizzazione del SII ispirato al principio dell'unitarietà della gestione e che conduce a promuovere l'aggregazione tra soggetti gestori del SII all'interno del medesimo Ambito Territoriale Ottimale, in coerenza con la novellata normativa in materia di gestione del Servizio. A conclusione dell'operazione straordinaria oggetto della presente relazione, nell'ATO Bacchiglione permarranno nr. 3 gestori del SII: Nuove Acque S.p.A. (società risultante dall'attuale FUSIONE), APS-ACEGAS-AMGA (gruppo Hera), e CVS.

Con l'operazione di FUSIONE, AVI subentrerà a titolo universale in tutte le attività e passività, come diritti e obblighi, di AVS e, quindi, ne acquisirà anche tutti i beni materiali e immateriali, i crediti e debiti, e più in generale l'intero patrimonio, senza esclusione o limitazione alcuna.

Nella Relazione ex art. 2501 quinquies c.c., redatta dal Consiglio di Amministrazione di AVI e dal Consiglio di Amministrazione di AVS (di seguito, ORGANI AMMINISTRATIVI), vengono illustrate, nel dettaglio, le finalità di natura economica e strategico-industriali della FUSIONE.

L'operazione permetterà di mantenere il controllo pubblico della gestione del servizio, creando un operatore di dimensione significativa a livello nazionale e fra i primi cinque a livello veneto, che potrà partecipare attivamente alle dinamiche competitive future, potendosi proporre come *gestore prevalente* nell'ambito del processo di integrazione verso la gestione unica del SII all'interno dell'ATO Bacchiglione.

Da un punto di vista più strettamente operativo, gli ORGANI AMMINISTRATIVI riferiscono che l'operazione di FUSIONE consentirà di raggiungere i seguenti obiettivi:

- *"consolidamento delle esperienze e del know how tecnico gestionale delle due società, prodromico al mantenimento e miglioramento del livello qualitativo dei servizi erogati sui territori di riferimento in termini di: i) gamma di servizi erogati all'utenza; ii) capillarità dei presidi territoriali tecnici e dell'utenza; iii) attenzione alla qualità dei servizi";*
- *"conservazione della matrice territoriale che contraddistingue entrambe le Società Partecipanti alla Fusione, con il mantenimento di un significativo presidio sul territorio e di uno stretto legame con i cittadini e con gli enti pubblici territoriali soci che oggi caratterizza le due società";*
- *"assunzione delle decisioni dei soci in seno all'Assemblea di coordinamento, dove il peso di ciascuno di essi sarà determinato dal numero di abitanti e non dalle quote azionarie";*
- *"rafforzamento delle strutture industriali e patrimoniali esistenti e conseguente incremento dell'efficienza e dell'efficacia della Società risultante dalla Fusione; i principali driver di*

riduzione dei costi sono individuabili nella gestione di turnover, nella razionalizzazione dei costi di struttura e di funzioni non più duplicate e di una nuova sede direzionale";

- *"massimizzazione della gestione complessiva dei servizi con la conseguente ottimizzazione dei costi e razionalizzazione nella gestione delle risorse organizzative e produttive";*
- *"raggiungimento di sinergie significative che permetteranno di mantenere il piano di investimenti già previsto per entrambe le Società con un andamento delle tariffe di sostanziale stabilità e convergenza dal 2019";*
- *"governo del processo di convergenza delle tariffe in seno all'Ambito Territoriale Ottimale";*
- *"omogeneizzazione degli investimenti pro-capite";*
- *"mantenimento della centralità del rapporto con l'utenza che nel tempo potrà beneficiare dei predetti servizi aggiuntivi e dei vantaggi che potranno derivare dalle economie di scala e dagli effetti sinergici indotti a livello di investimenti nei territori e qualità dell'offerta";*
- *"possibilità di chiedere il prolungamento delle vigenti concessioni, con conseguente miglioramento dell'accesso al credito da parte del gestore e conseguente miglioramento dei profili di fattibilità e sostenibilità dei piani di investimento di lungo periodo";*
- *"razionalizzazione della governance e delle strutture dirigenziali ed operative, garantendo comunque il controllo analogo congiunto da parte degli enti soci sulla società risultante dalla Fusione, in coerenza con gli obiettivi volti al mantenimento del controllo pubblico della gestione del servizio".*

Gli ORGANI AMMINISTRATIVI sottolineano che le modalità attuative attese dell'operazione di FUSIONE risultano coerenti con le linee generali di indirizzo preliminari approvate dalle assemblee di coordinamento di AVI e AVS.

In tale contesto, gli ORGANI AMMINISTRATIVI delle società partecipanti alla FUSIONE hanno approvato:

i. le Situazioni Patrimoniali delle società partecipanti alla FUSIONE ex art. 2501 quater c.c. alla data del 31 dicembre 2016;
ii. il Progetto di fusione redatto ai sensi dell'art. 2501 ter c.c. (di seguito, il PROGETTO);
iii. la Relazione illustrativa del Consiglio di Amministrazione al Progetto di fusione di cui all'art. 2501 quinquies c.c.

Il PROGETTO sarà sottoposto, ai sensi dell'art. 2502 c.c., all'approvazione delle Assemblee delle società partecipanti alla FUSIONE, di prossima convocazione.

A seguito dell'approvazione del PROGETTO, AVI proporrà quindi un aumento del capitale sociale al servizio della FUSIONE di nominali Euro 5.396.400,00, da attuarsi mediante l'emissione di nr. 107.928

azioni ordinarie del valore nominale di Euro 50,00 da riservare ai soci di AVS, sulla base del rapporto di cambio di cui si dirà ai paragrafi successivi.

3. Il quadro normativo e le finalità della Relazione dell'esperto

3.1 I riferimenti normativi: gli interessi tutelati e gli obblighi imposti all'esperto

L'attestazione della congruità del rapporto di cambio fissato dagli ORGANI AMMINISTRATIVI delle società partecipanti alla FUSIONE, destinata alle Assemblee delle due società, viene effettuata al fine di assolvere alle disposizioni di cui all'art. 2501 sexies c.c.

Per delineare correttamente le finalità della presente Relazione, avuto riguardo al contesto normativo nel quale essa si colloca, giova preliminarmente richiamare gli interessi tutelati dalla norma e gli obblighi che la stessa Relazione impone all'esperto per quanto attiene ai contenuti della stessa.

Le norme che disciplinano l'istituto giuridico della fusione societaria delineano un articolato procedimento che, pur conservando come centrale il momento della decisione dell'Assemblea e dell'attuazione della delibera di fusione, si caratterizza per una serie di atti ordinati in rigorosa progressiva sequenza, per una preventiva e chiara informazione ai soci e ai terzi.

Nell'ambito del procedimento delineato dal Legislatore, la Relazione ex art. 2501 sexies c.c. si colloca nella c.d. fase "*pre deliberativa*" della fusione, ossia quella fase che segue la redazione del Progetto di fusione e che risulta caratterizzata dalla predisposizione dei documenti strumentali ad una adeguata informazione per la successiva decisione in ordine alla fusione di cui all'art. 2502 c.c.

Quale ulteriore presidio per una corretta informazione a favore dei soci e per una loro consapevole successiva decisione, il processo di valutazione delle società partecipanti alla fusione ed il risultato finale della determinazione del rapporto di cambio devono essere verificati da un esperto indipendente rispetto agli Organi Amministrativi delle società partecipanti alla fusione.

Le disposizioni di cui all'art. 2501 sexies c.c. relative alla Relazione dell'esperto si inseriscono nell'ambito di un ideale percorso di continuità con quelle dell'articolo precedente, assolvendo ad una funzione integratrice della tutela garantita con le disposizioni di cui all'art. 2501 quinquies c.c. (Relazione dell'Organo Amministrativo).

A seguito della illustrazione e giustificazione da parte degli Organi Amministrativi delle società partecipanti alla fusione del rapporto di cambio, il parere richiesto all'esperto indipendente è finalizzato a porre i soci in condizione di esprimere un parere consapevole, informato e ponderato sulla deliberanda operazione di fusione.

Con riguardo al contenuto della Relazione dell'esperto, precise indicazioni sono rinvenibili direttamente dal disposto dell'art. 2501 sexies c.c.

A norma del citato articolo, infatti, all'esperto è richiesta la redazione di una *"relazione sulla congruità del rapporto di cambio delle azioni o delle quote"* in cui siano indicati:

- *"il metodo o i metodi seguiti per la determinazione del rapporto di cambio proposto e i valori risultanti dall'applicazione di ciascuno di essi";*
- *"le eventuali difficoltà di valutazione";*
- *Oltre a "un parere sull'adeguatezza del metodo o dei metodi seguiti per la determinazione del rapporto di cambio e sull'importanza relativa attribuita a ciascuno di essi nella determinazione del valore adottato".*

Per sua natura, quindi, il parere richiesto all'esperto si pone su un piano diverso rispetto a quello della Relazione dell'Organo Amministrativo.

All'esperto, infatti non è richiesta un'autonoma attività valutativa, ma una verifica indipendente del procedimento di calcolo del rapporto di cambio seguito dagli Organi Amministrativi delle società partecipanti alla fusione, valutando l'adeguatezza di questo e la corretta applicazione dei metodi di valutazione adottati.

Del pari, all'esperto non è richiesto di proporre un proprio rapporto di cambio, né tantomeno di entrare nel merito della convenienza economica dell'operazione, bensì di analizzare la ragionevole, motivata e non arbitraria scelta valutativa e metodologica adottata dagli Organi Amministrativi e, dunque, l'adeguatezza dei criteri di valutazione rispetto alle caratteristiche-tipo delle società interessate alla fusione.

In altri termini, la pronuncia di un giudizio di congruità richiede all'esperto di verificare che i criteri applicati dagli Organi Amministrativi ai fini della determinazione del rapporto di cambio siano adeguati alla situazione reale delle società interessate alla fusione, considerando e soppesando le specificità sia interne che esterne delle società stesse.

3.2 Natura e portata della Relazione ex art. 2501 sexies c.c.

Il presente lavoro si inquadra all'interno della cornice normativa sopra illustrata e assume significato unicamente in tale ambito.

Il processo di analisi illustrato nel prosieguo ha la specifica finalità di attestare la congruità del rapporto di cambio stabilito dagli ORGANI AMMINISTRATIVI delle società partecipanti alla FUSIONE.

A tale fine, la presente Relazione indica la metodologia valutativa seguita dagli ORGANI AMMINISTRATIVI delle società partecipanti alla FUSIONE per la determinazione del rapporto di cambio, e le eventuali difficoltà di valutazione dal medesimo affrontate.

In particolare, essa contiene l'analisi della scrivente sull'adeguatezza del metodo di valutazione adottato, sotto il profilo della sua ragionevolezza e non arbitrarietà, oltre che sulla sua concreta applicazione.

Nell'esaminare il percorso valutativo seguito dagli ORGANI AMMINISTRATIVI delle società partecipanti alla FUSIONE non è stata effettuata alcuna valutazione economica delle stesse.

Tale valutazione è stata svolta esclusivamente dagli ORGANI AMMINISTRATIVI delle due società partecipanti alla FUSIONE e dal Consulente Finanziario dalle stesse incaricato (la società KPMG sede di Padova, di seguito "ADVISOR").

Va da sè che nessuna utilizzazione parziale dei dati, delle informazioni disponibili, dei giudizi e dei risultati espressi nella presente Relazione potrà assumere significato al di fuori di essa.

4. La documentazione utilizzata per lo svolgimento dell'incarico

In ordine allo svolgimento dell'INCARICO e alla redazione della presente Relazione, la scrivente si è avvalsa delle informazioni e dei dati economici, patrimoniali e finanziari forniti dalle società partecipanti alla FUSIONE.

In particolare, sono stati acquisiti ed analizzati i seguenti documenti:

- Statuto vigente ed estratto del Libro Soci di AVI;
- Statuto vigente ed estratto del Libro Soci di AVS;
- Convenzione dell'A.T.O. Bacchiglione con il Gestore AVI;
- Convenzione dell'A.T.O. Bacchiglione con il Gestore AVS;
- Progetto di fusione per incorporazione in AVI di AVS, redatto ai sensi dell'art. 2501 ter c.c. approvato in data 13.06.2017 da AVS ed in data 23.06.2017 da AVI;
- Relazione del Consiglio di Amministrazione di AVI sul Progetto di fusione redatta ai sensi dell'art. 2501 quinquies c.c. approvata in data 23.06.2017;
- Relazione del Consiglio di Amministrazione di AVS sul Progetto di fusione redatta ai sensi dell'art. 2501 quinquies c.c. approvata in data 13.06.2017;
- Situazione Patrimoniale ex art. 2501 quater c.c. di AVI alla data 31 dicembre 2016 approvata in data 13.04.2017;
- Situazione Patrimoniale ex art. 2501 quater c.c. di AVS alla data del 31 dicembre 2016 approvata in data 3.04.2017;

- Situazione contabile di AVI alla data del 31.12.2016;
- Situazione contabile di AVS alla data del 31.12.2016;
- Estratto del Verbale della riunione del Consiglio di Amministrazione di AVI del 23.06.2017, che approva la Relazione del CdA sul Progetto di fusione;
- Estratto del Verbale della riunione del Consiglio di Amministrazione di AVS del 13.06.2017, che approva la Relazione del CdA sul Progetto di fusione;
- Visura camerale di evasione del deposito al Registro delle Imprese di Vicenza del Progetto di fusione per entrambe le società;
- Bilanci degli esercizi chiusi al 31 dicembre 2013, 31 dicembre 2014 e 31 dicembre 2015 di AVI, corredati dalle Relazioni sulla gestione, nonché dalle relative Relazioni del Collegio Sindacale e dei soggetti incaricati delle funzioni di controllo legale dei conti;
- Bilanci degli esercizi chiusi al 31 dicembre 2013, 31 dicembre 2014 e 31 dicembre 2015 di AVS, corredati dalle Relazioni sulla gestione, nonché dalle relative Relazioni del Collegio Sindacale e dei soggetti incaricati delle funzioni di controllo legale dei conti;
- Due diligence legale e giuslavoristica di AVI e AVS del 23.05.2017, eseguita da KPMG;
- Due diligence contabile di AVI e AVS datata maggio 2017, eseguita da KPMG;
- Due diligence fiscale di AVI e AVS del 25.05.2017, eseguita da KPMG;
- Business Plan 2016 – 2026 di AVS;
- Business Plan 2015 – 2026 di AVI;
- Business Plan aggregato datato maggio 2017, eseguito da KPMG;
- Piani economici finanziari (PEF) di entrambe le società e conseguenti procedimenti adottati per la stima del capitale economico al 31.12.2015 e al 30.06.2016 in relazione all'operazione di fusione;
- Piani di intervento AVS 2016 -2026;
- Piani di intervento AVI 2019 – 2024;
- Studio di fattibilità proposto dalla società Ernst & Young;
- Altre informazioni fornite, su specifica richiesta della scrivente, dagli ORGANI AMMINISTRATIVI e dall'ADVISOR delle società partecipanti alla FUSIONE, ritenute utili ai fini della presente Relazione.

La documentazione sopra elencata è conservata presso lo studio della scrivente.

Nell'espletamento dell'INCARICO, la scrivente si è avvalsa della facoltà di incontrare i Presidenti e i Direttori Generali di AVI e AVS, nonché l'ADVISOR delle società partecipanti alla FUSIONE.

La scrivente ha, infine, ottenuto attestazione che, per quanto a conoscenza degli ORGANI AMMINISTRATIVI di AVI e AVS, alla data della presente Relazione non sono intervenute modifiche significative ai dati ed alle informazioni presi in considerazione nella svolgimento dell'INCARICO.

5. La metodologia di valutazione per la determinazione del rapporto di cambio

Gli ORGANI AMMINISTRATIVI delle società partecipanti alla FUSIONE, anche sulla base delle indicazioni fornite dall'ADVISOR, hanno ritenuto ragionevole adottare un metodo di valutazione che, oltre ad avere consolidate basi dottrinali ed applicative, consentisse di valutare in maniera omogenea le due società, tenuto comunque conto delle diversità e delle specificità che caratterizzano ciascuna di esse. Tanto premesso, la finalità delle valutazioni effettuate non è stata la stima in termini assoluti del valore del capitale economico di AVI e AVS, quanto l'ottenimento di valori confrontabili in sede di determinazione dei rapporti di cambio.

Il metodo valutativo adottato per la determinazione del rapporto di cambio è stato il metodo finanziario dei flussi di cassa operativi scontati (cosiddetto DCF *"Discounted Cash Flow"*) nella versione *"unlevered"*; come metodologia di controllo sono stati applicati metodi di tipo empirico basati su indicatori di mercato (cosiddetti "multipli" o "moltiplicatori" di mercato) e su indicatori specifici di settore.

Il metodo finanziario del DCF *"Discounted Cash Flow"* nella versione *"unlevered"* è basato sulla determinazione del valore attuale dei flussi di cassa attesi da una specifica attività e, più specificatamente, il valore del capitale economico (*"Equity Value"*) è pari al valore attuale dei flussi di cassa operativi, al lordo degli oneri finanziari, che si prevede l'azienda possa generare in futuro (valore operativo dell'azienda *"Enterprise Value"*), dedotta (o sommata se positiva) la posizione finanziaria netta (cosiddetta PFN) alla data di stima. La metodologia di controllo utilizzata nel caso di specie si rifà ai cosiddetti "Indicatori Empirici di Settore", ossia a specifici parametri, frequentemente utilizzati nell'ambito delle stime di valore di "business" cosiddetti regolati (ossia *utilities* operanti in regime di concessione) ed in special modo nell'ambito di valutazioni relative a società operanti nel medesimo settore, atti a dare un'indicazione di valore fondata su variabili di tipo patrimoniale o reddituale, che possono fare riferimento: i) al valore riconosciuto ad *assets* già esistenti ("Asset in Place", "Regulatory Asset Base" o "RAB"); ii) a capacità reddituali già in essere al momento della valutazione ("Vincolo dei Ricavi Garantiti" o "VRG").

Nella Relazione ex art. 2501 quinquies c.c. degli ORGANI AMMINISTRATIVI è dettagliatamente illustrata la motivazione della scelta di ricorrere a tali metodologie valutative.

Tale scelta, oltre che essere ritenuta coerente con le motivazioni sottese alla FUSIONE, tiene conto della capacità delle società coinvolte di creare valore nel medio-lungo periodo in ipotesi di continuità gestionale, delle caratteristiche delle società con riferimento alla durata delle concessioni, dell'evoluzione tariffaria utilizzata e del valore di rimborso al termine delle concessioni, della

redditività operativa aziendale, delle politiche di investimento, dei pesi del capitale circolante e della struttura finanziaria.

L'applicazione della metodologia valutativa scelta dagli ORGANI AMMINISTRATIVI è stata condotta nell'ambito dei principi generali di omogeneità e di comparabilità con riferimento all'obiettivo di determinazione del rapporto di cambio e, conseguentemente, dei valori economici attribuibili alle singole società partecipanti alla FUSIONE **in ipotesi di continuità gestionale (*"on a stand alone basis"*)** alla luce di *elementi di previsione ragionevolmente ipotizzabili*.

Detti elementi di previsione hanno, altresì, indotto gli ORGANI AMMINISTRATIVI ad effettuare considerazioni aggiuntive, rispetto all'ottica *stand alone*, determinando il valore attribuibile al capitale della **Società risultante dalla fusione**; ciò al fine di:

- determinare il maggior valore del Soggetto aggregato rispetto alla somma dei valori delle due società *stand alone*;
- mettere a confronto il valore del Soggetto aggregato con quello di ciascuna delle due società in ottica *stand alone*;
- determinare la contribuzione di ciascuna società al realizzo delle sinergie attese e quindi al realizzo del maggior valore del Soggetto aggregato rispetto alla somma dei valori delle due società *stand alone*;
- verificare se il valore di ciascuna società, in ottica *stand alone*, comprendesse correttamente anche quello inerente la contribuzione di ciascuna di esse al realizzo delle sinergie attese;
- stimare eventuali correzioni alla valutazione in ottica *stand alone*, senza sostituirsi alla medesima.

Per *elementi di previsione ragionevolmente ipotizzabili* si intendono:

- i Piani Economici Finanziari (P.E.F.) delle due società, come approvati dall'ATO;
- l'applicazione del Metodo Tariffario Idrico in caso di aggregazioni tra soggetti già gestori del SII;
- l'applicazione della tariffa unica per il Soggetto Risultante dalla fusione;
- il P.E.F. del Soggetto aggregato, ragionevolmente stimato in conformità alla puntuale applicazione della normativa di riferimento.

Nella Relazione ex art. *2501 quinquies* c.c., gli ORGANI AMMINISTRATIVI delle società partecipanti alla FUSIONE hanno dato atto di:

- aver applicato il metodo finanziario DCF nella versione *"unlevered"* (vale a dire considerando i flussi di cassa disponibili per azionisti e creditori, attualizzati utilizzando il tasso di attualizzazione pari al costo medio ponderato del capitale WACC) sulla base dei valori delle società interessate, quali risultanti dalle situazioni patrimoniali ex art. 2501 quater c.c. al 31 dicembre 2016;

- aver riconosciuto una compensazione di valore agli azioni di AVS <<*stante la specificità dell'Operazione e gli impatti asimmetrici derivanti dal processo di convergenza tariffaria (...)*>>.

6. Le difficoltà di valutazione incontrate dagli Amministratori

Nella Relazione ex art. 2501 quinquies c.c., gli ORGANI AMMINISTRATIVI non fanno menzione a particolari difficoltà incontrate nella valutazione delle società partecipanti alla FUSIONE. Si deve, tuttavia, dare atto di alcune peculiarità valutative riguardanti i seguenti aspetti:

a) Utilizzo di dati economico-finanziari previsionali: l'applicazione del metodo DCF ha come presupposto l'utilizzo di dati economico-finanziari previsionali, elaborati dagli ORGANI AMMINISTRATIVI sulla base dei piani tariffari predisposti dall'ADVISOR e finalizzati alla stima dei flussi di cassa futuri generati. Tali previsioni presentano profili di incertezza, in quanto ipotizzano la continuità dell'attuale quadro normativo ed inoltre i piani tariffari riflettono condizioni di massima potenzialità ed efficienza gestionale espressa dal metodo tariffario, tenuto conto del piano di investimenti programmato, della stabilità dei costi e della stabilità della popolazione utente;

b) Integrazione della valutazione delle società in ottica *stand alone* con considerazioni aggiuntive inerenti il Soggetto risultante dalla fusione: dottrina e prassi consolidate fanno riferimento alla stima del rapporto di concambio valutando le società oggetto di fusione sulla base della configurazione corrente e delle prospettive future delle società autonomamente considerate, senza tener conto delle prospettate ed auspicate sinergie attese per effetto della fusione ed, altresì, prescindendo dall'evoluzione delle grandezze caratterizzanti il Soggetto aggregato. Ciò in quanto:
   - le sinergie e gli altri parametri prospettici post-fusione sono quantificati sulla base di ipotesi e stime, che rappresentano dei "valori teorici e potenziali" che, in quanto possibili, non sono caratterizzati da ragionevole significatività e certezza da essere assunti quali elementi di riferimento ai fini della determinazione della misura del concambio (sulla base del quale viene definita la misura dell'aumento di capitale della società incorporante, in tal modo assumendo pertanto funzione di garanzia anche verso soggetti terzi);
   - la stima del contributo specifico di ciascuna società alle sinergie prospettiche del Soggetto aggregato è, usualmente, impresa ardua basata più su "hypotetical assumption" (assunzioni ipotetiche non supportate da dati oggettivi che non necessariamente potrebbero verificarsi - le quali consentono di formulare unicamente delle proiezioni) e non su informazioni prospettiche basate su "best estimate assumption" (assunzioni relative a eventi futuri ragionevoli e desunti dall'analisi di elementi oggettivi - le quali consentono di formulare delle previsioni); conseguentemente nella prassi consolidata si assume (base assumption) che, una volta stimati i "pesi %" relativi delle società sulla base

delle valutazioni *stand alone*, le società contribuiscano al realizzo delle sinergie attese sulla base dei medesimi "pesi %" precitati, assumendo, quindi, una ipotetica situazione di simmetria e proporzionalità in capo agli azionisti delle società coinvolte nella fusione.

In relazione a quanto sopra, nel caso dell'Operazione gli ORGANI AMMINISTRATIVI sottolineano, ragionevolmente a parere della scrivente, che:

- *<< l'evoluzione tariffaria post-Fusione non riveste di per sé natura solo "teorica, potenziale od eventuale" in quanto deriva dalla puntuale applicazione della normativa di riferimento e dall'esigenza di allineamento delle tariffe praticate dal Soggetto Aggregato (in quanto tale, esso risulta stimabile "a priori")>>;*
- *<< il graduale aumento delle tariffe post-Fusione non risulta (correttamente) riflesso nel piano stand alone di Alto Vicentino Servizi (in tale fattispecie si determinerebbe a parità di altre condizioni un aumento del relativo VRG, quindi dei ricavi); in altri termini, nell'ambito della stima dei "pesi relativi" delle Società condotta in ottica puramente stand alone non si tiene conto della predetta evoluzione tariffaria post-Fusione e dei relativi potenziali impatti sui valori in oggetto>>.*

c) preso atto e quantificati *<< gli impatti "asimmetrici" dell'Operazione di Fusione in capo alle utenze correntemente servite da Acque Vicentine e Alto Vicentino Servizi (aumento tariffario prospettico per l'utenza Alto Vicentino Servizi; riduzione tariffaria prospettica per l'utenza Acque Vicentine) >>* si è aperta la prospettiva di determinare un valore da attribuire agli azionisti di AVS in compensazione (stima della compensazione di valore per gli azionisti di AVS), ancorché parziale, considerando:

  - la tipologia delle Società Partecipanti alla Fusione (società strumentali *in house*, che erogano servizi a favore di utenze e territori di riferimento ben identificati);
  - i relativi azionisti (Enti Pubblici territoriali che rappresentano, in ultima istanza, le utenze verso le quali le società erogano i propri servizi e applicano le proprie tariffe).

Le predette difficoltà di valutazione sono state oggetto di attenta considerazione ai fini della predisposizione della presente Relazione sulla congruità del rapporto di cambio.

7. I risultati emersi dalla valutazione effettuata dagli Amministratori

7.1 *Valutazione delle singole Società in ottica stand alone*

I valori dei capitali economici delle società partecipanti alla FUSIONE determinati dall'ADVISOR sulla base dell'applicazione del metodo DCF, *nell'ottica stand alone*, e fatti propri dagli ORGANI AMMINISTRATIVI, sono riportati nella tabella che segue, in cui sono posti a confronto con i rispettivi valori di capitale sociale e di patrimonio netto contabile alla data del 31 dicembre 2016:

SOCIETA'	CAPITALE SOCIALE	PATRIMONIO NETTO	CAPITALE ECONOMICO
Acque Vicentine	5.845.000	31.156.552	19.444.006
Alto Vicentino Servizi	2.167.227	21.139.245	14.949.771

Nelle successive tabelle sono indicati i valori del capitale economico di INCORPORANTE e INCORPORANDA ottenuti con l'applicazione del suddetto metodo, nell'ottica *stand alone*.

Acque Vicentine S.p.A.		
A	Valore attuale dei flussi di cassa	68.824
B	Valore attuale Terminal Value	83.063.026
C = A + B	**Enterprise Value**	**83.131.850**
D	PFN 31.12.2016	(63.687.844)
E = C - D	**EQUITY VALUE (VALORE ECONOMICO)**	**19.444.006**
F	Nr azioni	116.900
G = E / F	Valore economico di una azione	166,330

Alto Vicentino Servizi S.p.A.		
A	Valore attuale dei flussi di cassa	(3.971.295)
B	Valore attuale Terminal Value	61.042.401
C = A + B	**Enterprise Value**	**57.071.106**
D	PFN 31.12.2016	(42.121.335)
E = C - D	**EQUITY VALUE (VALORE ECONOMICO)**	**14.949.771**
F	Nr azioni	2.167.227
G = E / F	Valore economico di una azione	6,898

H = G (AVI) / G (AVS)	**RAPPORTO DI CONCAMBIO**	**0,0415**

Nell'ottica *stand alone* di valutazione delle società, il rapporto di cambio calcolato è di n.1 azione di AVI a fronte di n. 24,11 azioni di AVS (=1 / 0,0415).

7.2 *Considerazioni aggiuntive sul Soggetto aggregato risultante dalla fusione*

E' stata altresì predisposta una stima del valore attribuibile al capitale del Soggetto aggregato, secondo la medesima metodologia adottata per la valutazione delle società in ottica *stand alone* (metodo DCF unlevered), considerando il Piano Aggregato AVI – AVS, che include e valorizza le sinergie e i costi attesi derivanti dalla Fusione e gli impatti sull'evoluzione del VRG aggregato (ricavi) derivanti:

- *<< dalla possibilità - conseguente all'Operazione di aggregazione - di recepire maggiori incrementi tariffari potenziali, coerentemente all'inquadramento del Soggetto Aggregato nell'ambito dello Schema Regolatorio VI >>;*

- *<< dal dispiegarsi delle sinergie di costo che, dati i meccanismi dettati dall'applicazione del Metodo Tariffario Idrico, sono state a loro volta riflesse integralmente tramite una riduzione del VRG aggregato (ricavi); in altri termini, le sinergie sono previste comportare una riduzione di pari entità dei costi prospettici e dei ricavi prospettici, senza quindi condurre di per sé a una "creazione" di valore per gli azionisti, quanto piuttosto a una creazione di valore per gli utenti, che sosterranno tariffe inferiori, in piena coerenza con i principi di regolazione dell'AEEGSI >>.*

La valutazione del Soggetto aggregato condotta con la metodologia DCF, tenuto conto di quanto sopra, ha portato ad una stima di valore pari ad Euro 37.402.528.

Il maggior valore del Soggetto aggregato rispetto alla somma dei valori delle due società *stand alone* risulta quindi - *in ottica puramente finanziaria* – circoscritto a circa Euro 3 mln, pari alla differenza tra: i) Euro 37,4 mln (valorizzazione del Soggetto Aggregato) e ii) la somma tra Euro 19,4 mln (valorizzazione AVI *stand alone*) ed Euro 14,9 mln (valorizzazione AVS *stand alone*).

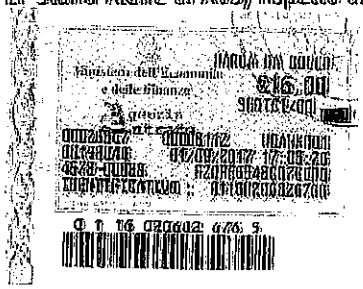
La stima del valore del Soggetto aggregato ha fatto emergere *<< stante la dinamica del moltiplicatore tariffario applicabile dal Soggetto Aggregato e l'ineludibile processo di convergenza verso la "tariffa unica", (....) una tariffa media implicita praticabile dal Soggetto Aggregato nel periodo 2020-2026 che si posiziona:*

- *al di sopra dei dati tariffari medi impliciti nel PEF di Alto Vicentino Servizi stand alone;*
- *al di sotto dei dati tariffari medi rinvenienti dal PEF di Acque Vicentine stand alone >>.*

Tale evidenza:

- rappresenta un elemento significativo per orientare la stima della contribuzione di ciascuna società al realizzo delle sinergie attese e quindi al realizzo del maggior valore del Soggetto aggregato rispetto alla somma dei valori delle due società *stand alone*;
- fa emergere che gli utenti di AVS subiranno un non trascurabile incremento della tariffa e quelli di AVI beneficeranno specularmente di un decremento della tariffa.

Ciò posto si è ritenuto di produrre ulteriori simulazioni atte a riflettere il potenziale incremento teorico di valore in capo ad AVS derivante dall'adeguamento delle proprie tariffe correnti ("As is", ovvero riflesse nel corrente PEF Stand Alone di AVS) rispetto alle tariffe prospettiche praticabili dal Soggetto aggregato.



La simulazione effettuata più significativa è la seguente: << *Simulazione n.1: riflette un'ipotesi di allineamento tout court della tariffa implicita nel P.E.F. stand alone di Alto Vicentino Servizi alla tariffa media "ponderata" implicita nel P.E.F. del Soggetto Aggregato. Inoltre, nella simulazione, è applicato ad AVS l'allineamento degli investimenti per abitante (€ 53/anno) rispetto al dato medio (€ 57,5/anno) derivante dall'aggregazione dei dati di Acque Vicentine ed Alto Vicentino Servizi* >>. I risultati della simulazione sono esposti nella seguente tabella:

Alto Vicentino Servizi S.p.A. – simulazione n. 1		
A	Valore attuale dei flussi di cassa	(3.741.178)
B	Valore attuale Terminal Value	65.289.605
C = A + B	**Enterprise Value**	**61.548.427**
D	PFN 31.12.2016	(42.121.335)
E = C - D	**EQUITY VALUE (VALORE ECONOMICO)**	**19.427.092**

La simulazione conduce ad una stima teorica del capitale economico di AVS ad un valore di Euro 19,4 milioni, superiore di Euro 4,4 milioni rispetto alla stima in ottica *stand alone*. Si rileva che tale incremento di valorizzazione è superiore all'importo di Euro 3 milioni (di cui si è riferito poco sopra nel presente paragrafo) che rappresenta il maggior valore del Soggetto Aggregato rispetto alla somma dei valori delle due Società stand alone.

7.3 *Determinazione del rapporto di concambio*

Nella determinazione del rapporto di concambio, è stato considerato che:

- le società partecipanti alla fusione hanno natura *in house* (i soci sono i Comuni che rappresentano direttamente l'utenza servita);
- vi sarà una futura variazione tariffaria a cui le utenze di AVI e AVS risulteranno interessate in maniera asimmetrica;
- la variazione tariffaria prospettica non è riflessa nel valore azionario della società su base *stand alone*;
- occorre determinare una "compensazione di valore" agli azionisti/utenti di AVS;
- tale compensazione non può certamente essere superiore all'importo di Euro 3 milioni essendo il medesimo l'incremento di valore del Soggetto aggregato, su base finanziaria, rispetto alla somma dei valori delle due società stand alone.

Posto quanto sopra, << *si è proceduto quindi a calcolare la soglia "minima" di interessenza di Acque Vicentine nel capitale del Soggetto Aggregato tale per cui gli azionisti della Società Incorporante non vadano a subire alcuna riduzione teorica in termini di valore azionario atteso (fermo restando gli*

impatti di cui beneficerà l'attuale utenza di Acque Vicentine in termini di riduzione tariffaria prospettica e ferma restando l'inevitabile alea connessa al puntuale realizzo dei piani economico finanziari prospettici nei termini indicati). La predetta "soglia minima" è stata derivata tramite l'applicazione delle seguenti formule di equivalenza finanziaria:

Valore azionario in capo agli azionisti Acque Vicentine pre-Fusione	=	Valore azionario in capo agli azionisti Acque Vicentine post-Fusione

da cui:

Euro 19,4 mln (100% del capitale di Acque Vicentine pre-Fusione)	=	**Quota % (X)** nel capitale del Soggetto Aggregato di pertinenza degli azionisti AVI	x	**Euro 37,4 mln** (valorizzazione teorica del 100% del Soggetto Aggregato post-Fusione)

La "soglia" percentuale di equilibrio a livello di interessenza minima nel capitale azionario del Soggetto Aggregato riferibile agli attuali azionisti di Acque Vicentine è determinata nella misura pari al 52% (i.e. Euro 19,4 mln / Euro 37,4 mln) >>, di fatto attribuendo ad AVS l'intero maggior valore di Euro 3 milioni che costituisce il maggior valore del Soggetto Aggregato, su base finanziaria, rispetto alla somma dei valori delle due Società stand alone.

Sulla base dei valori economici delle società partecipanti alla FUSIONE, come sopra determinati, si è pervenuti alla determinazione del seguente rapporto di cambio (RDC): 0,0498 ovvero 1 azione di AVI di nominali Euro 50,00 per ogni 20,08 azioni di AVS.

Per quanto sopra, l'aumento di capitale sociale di AVI servizio della FUSIONE, corrispondente al numero di azioni ordinarie di AVS annullate e accresciute secondo il RDC determinato, sarà pari a massimi Euro 5.396.400,00.

8. Il lavoro svolto

Per l'espletamento dell'incarico, la scrivente dà atto di aver svolto l'attività di seguito indicata con riguardo, sia alla documentazione indicata nel paragrafo 4 che precede, sia ai metodi di valutazione utilizzati dagli ORGANI AMMINISTRATIVI per la determinazione del rapporto di cambio.

Rispetto alla documentazione utilizzata, la scrivente dà atto, in particolare, di aver analizzato:

- **il Progetto di fusione e le Relazioni ex art. 2501 quinquies c.c. degli ORGANI AMMINISTRATIVI;**
- **le Situazioni patrimoniali ex art. 2501 quater c.c. delle società partecipanti alla FUSIONE alla data del 31 dicembre 2016;**

- i bilanci dell'esercizio chiuso al 31 dicembre 2016 delle società partecipanti alla FUSIONE, nonché le Relazioni ex art. 14 del D.Lgs. nr. 39/2010 emesse dalla società di revisione;
- le situazioni contabili di AVI e AVS alla data 31 dicembre 2016;
- i bilanci degli esercizi chiusi al 31 dicembre 2013-2014 e 2015 di AVI;
- i bilanci degli esercizi chiusi al 31 dicembre 2013-2014 e 2015 di AVS;
- gli statuti delle società nonché il testo dello statuto previsto per la società risultante dalla FUSIONE (i.e. "Nuove Acque S.p.A.");
- le Due Diligence legali, contabili, economico-patrimoniali (i.e. business plan aggregato) e fiscali commissionate congiuntamente alla società KPMG;
- la stima del possibile rapporto di concambio redatto da KPMG;
- lo studio di fattibilità dell'operazione commissionato congiuntamente alla società Ernst & Young;
- il procedimento e le "assumption" adottate per l'individuazione dei flussi di cassa, posti alla base della valutazione con il metodo DCF.

La scrivente ha inoltre effettuato incontri tecnici con l'ADVISOR (KPMG), incaricato dai Consigli di Amministrazione delle società coinvolte nel Progetto di Fusione oggetto della presente relazione, procedendo alla verifica dei flussi di cassa previsionali delle due società e al calcolo del *terminal value*.

Per lo svolgimento di tali attività, la scrivente ha incontrato, sin dal 21 luglio 2017 e quindi anche successivamente, i Presidenti nonché i Direttori Generali di AVI e AVS, al fine di avere conferma del processo di formazione delle Situazioni patrimoniali ex art. 2501 quater c.c. e di acquisire informazioni circa la mancanza di eventi significativi verificatisi dopo il 31 dicembre 2016 che possano avere avuto un effetto rilevante sulla determinazione dei valori in esame.

Rispetto al metodo di valutazione utilizzato per la determinazione del rapporto di cambio, la scrivente dà atto di avere svolto le seguenti principali attività:

- verifica della completezza e della ragionevolezza delle motivazioni addotte dagli ORGANI AMMINISTRATIVI, con l'ausilio dell'ADVISOR, per la scelta della metodologia valutativa per la determinazione del rapporto di cambio;
- analisi critica delle metodologie valutative scelte dagli ORGANI AMMINISTRATIVI, con l'ausilio dell'ADVISOR, al fine di accertare l'idoneità delle stesse a determinare i valori economici delle società partecipanti alla FUSIONE;
- verifica che i metodi di valutazione fossero stati applicati in modo omogeneo, ai fini della comparabilità dei valori;

Ministero dell'Economia e delle Finanze
MARCA DA BOLLO
€16,00
SEDICI/00
Contrassegno non valido per l'esportazione
0 1 16 020682 675 4

- verifica della coerenza dei dati utilizzati con le fonti di riferimento e, quindi, con la documentazione utilizzata descritta nel paragrafo 4 della presente Relazione;
- analisi della documentazione predisposta dagli Uffici amministrativi delle società partecipanti alla FUSIONE e dall'ADVISOR e confronto con gli stessi sul lavoro svolto per la determinazione del rapporto di cambio;
- verifica dell'applicazione del metodo di valutazione adottato dagli ORGANI AMMINISTRATIVI attraverso l'analisi dei fogli di lavoro predisposti dall'ADVISOR;
- verifica in ordine alla completezza del procedimento ed all'uniformità nell'applicazione del metodo di valutazione per la determinazione del rapporto di cambio;
- verifica della correttezza dei calcoli aritmetici per la determinazione del rapporto di cambio.

Va sottolineato che la finalità principale nell'applicazione dei metodi di valutazione non è tanto la stima dei valori economici, e della loro variabilità (scostamenti minimi e massimi), delle singole società oggetto della fusione, quanto l'ottenimento di dati che siano raffrontabili ai fini della determinazione del rapporto di cambio, essendo essi risultanti, fra l'altro, dall'applicazione di criteri omogenei. Di conseguenza, i valori precedentemente esposti non possono essere utilizzati per finalità diverse.

E' stata ottenuta un'attestazione, da parte di entrambe le società partecipanti alla fusione, che tutte le informazioni, i dati, le dichiarazioni e le relazioni, di natura finanziaria o di altra natura, forniti o analizzati o discussi dagli ORGANI AMMINISTRATIVI e/o dall'ADVISOR delle società incluse nel Progetto di fusione sono dichiarati veri, completi e corretti, senza alcuna verifica, accertamento e/o analisi indipendente da parte del perito.

La scrivente dà atto di aver ricevuto dalla Direzione di AVI e AVS conferme che, per quanto a conoscenza, non sono intervenuti alla data della presente Relazione, fatti e azioni che possano determinare variazioni degli elementi assunti a riferimento delle analisi svolte.

In particolare, la scrivente ha ricevuto conferma che non si sono verificate circostanze modificative dei dati e dei contenuti della documentazione utilizzata, né si sono verificati eventi tali da modificare le valutazioni espresse dagli ORGANI AMMINISTRATIVI e dall'ADVISOR per la determinazione del rapporto di cambio.

In base a ciò il perito incaricato non si assumerà alcuna responsabilità in merito alla veridicità, completezza e accuratezza delle informazioni utilizzate, né fornirà alcuna garanzia, implicita o esplicita, al riguardo e che nessuna modifica delle situazioni finanziaria, economica, patrimoniale, di mercato e/o di altra natura delle società incluse nel progetto di fusione successivo alla data di riferimento verrà presa in considerazione nella redazione della relazione.

9. L'adeguatezza del metodo di valutazione utilizzato e la validità delle stime ottenute

L'espressione di un parere sulla adeguatezza della metodologia valutativa utilizzata dagli ORGANI AMMINISTRATIVI e sulla validità dei risultati che derivano dalla sua applicazione è finalizzata all'ottenimento di valori omogenei e raffrontabili per la determinazione del rapporto di cambio e non, quindi, alla stima di valori assoluti del capitale economico delle società partecipanti alla FUSIONE.

Ne consegue che i valori di capitale economico determinati dal ORGANI AMMINISTRATIVI, con l'ausilio dell'ADVISOR, non possono essere utilizzati per finalità diverse da quella sopra indicata.
Nel quadro di analisi sopra delineato, si illustrano, di seguito, le principali considerazioni svolte sulla scelta del metodo di valutazione per la determinazione del rapporto di cambio sotto il profilo della sua ragionevolezza e non arbitrarietà nelle circostanze del caso di specie.

Frequentemente, il metodo utilizzato per la valutazione del capitale economico di società partecipanti ad operazioni straordinarie nel settore idrico integrato, è il metodo patrimoniale semplice, che include esclusivamente i valori attuali del patrimonio sociale, senza considerare le circostanze future. Con tale metodo si ritiene di poter equiparare il valore economico delle società al patrimonio netto contabile, al fine di ridurre al minimo la soggettività propria di ogni attività di valutazione in modo da esprimere delle grandezze non arbitrarie. E', però, noto che la dottrina è conforme nel ritenere che tale metodo poco si adatti alla valutazione di un'azienda in funzionamento, cioè caratterizzata da una continuità operativa.

Il metodo finanziario DCF è comunemente accettato ed utilizzato nella prassi professionale per la valutazione in genere di aziende in funzionamento e di società con caratteristiche analoghe a quelle delle società partecipanti alla presente FUSIONE. Nello specifico tale metodo è stato utilizzato per la stima del valore economico di società rientranti nell'ambito del SII, all'interno di operazioni straordinarie, con le medesime caratteristiche delle società prese in esame con la presente operazione.

Infatti, nel caso della FUSIONE di cui si discute oggi, il metodo finanziario DCF nella versione "unlevered" adottato dagli ORGANI AMMINISTRATIVI risulta coerente con:

- il regime regolato in cui operano entrambe le società;
- il disallineamento dei valori di bilancio delle immobilizzazioni materiali ed immateriali strumentali rispetto a quelli della RAB ai fini tariffari, quindi il disallineamento tra capitale investito contabile e il *fair value* degli stessi beni;

- le tariffe disciplinate ed i ricavi massimi ammessi definiti dall'AEEGSI, in base ai quali l'ottenimento di un margine aggiunto rispetto a quello stabilito dall'Authority deriva direttamente dalla capacità del soggetto gestore di realizzare recuperi di efficienza nelle componenti operative/finanziarie;

Si dà atto che gli ORGANI AMMINISTRATIVI, con l'ausilio dell'ADVISOR, hanno compiuto analisi volte ad accertare la significatività del valore contabile dei flussi di cassa operativi futuri delle società partecipanti alla FUSIONE, ossia la capacità delle società di creazione di valore legata alle politiche di gestione economico-operative, patrimoniali e finanziarie.

Le valutazioni effettuate, inizialmente soltanto in un'ottica *"on a stand alone basis"*, ossia prescindendo da ogni considerazione sulle possibili sinergie derivanti dalla prospettata integrazione societaria, sono state successivamente integrate dalla stima del valore incrementale delle siffatte sinergie, influenzando in modo significativo ("compensazione di valore" per AVS) la definizione del valore relativo delle società partecipanti alla FUSIONE ai fini della determinazione del rapporto di cambio.

10. Conclusioni

Sulla base della documentazione esaminata e delle analisi sopra indicate, nonché della natura e della portata dell'INCARICO, la scrivente, ai sensi e per gli effetti di cui all'art. 2501-sexies, c.6, ritiene che il metodo di valutazione adottato dagli ORGANI AMMINISTRATIVI, anche sulla base delle indicazioni espresse dall'ADVISOR, sia adeguato in quanto nella circostanza ragionevole e non arbitrario, e che lo stesso sia stato correttamente applicato ai fini della determinazione del rapporto di cambio.

Ne consegue che il rapporto di cambio indicato nel PROGETTO, pari a nr. 1 azioni ordinarie di AVI del valore nominale di Euro 50,00 in ragione di nr. 20,08 azioni ordinaria di AVI, sia da ritenersi, nella fattispecie, congruo ai sensi e per gli effetti dell'art. 2501 sexies c.c..

In fede.

Thiene, 11 settembre 2017

Dott.ssa Martina Valerio

All.to: copia conforme del decreto di nomina depositato in Cancelleria il 17.07.2017

TRIBUNALE DI VICENZA

PRIMA SEZIONE CIVILE

RGVG 2600/2017

Il Presidente della Prima Sezione Civile,

esaminati il ricorso e i documenti allegati,

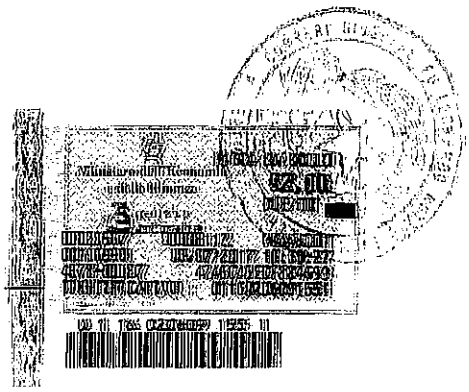
visto l'art. 2501 sexies c.p.c.;

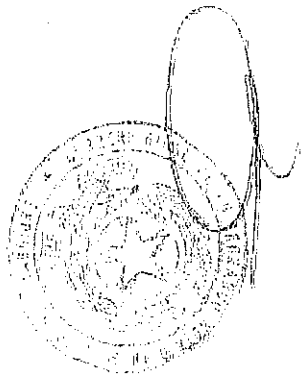
nomina quale esperto incaricato della redazione della relazione di cui alla norma richiamata la dott. Martina Valerio, con studio a Thiene.

Vicenza, 07/07/2017

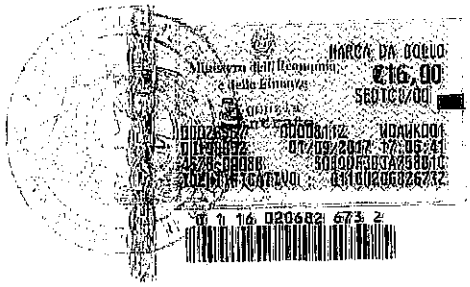
Il Presidente della Prima Sezione Civile

(dott. Gaetano Campo)





Firmato Da: CAMPO GAETANO Emesso Da: POSTECOM CA3 Serial#: fb6a



Repertorio n. 38.415

Verbale di asseverazione di perizia

Art. 1, n. 4, del R.D.L. 14 luglio 1937, n. 1666

REPUBBLICA ITALIANA

L'anno duemiladiciassette,
il giorno undici
del mese di settembre
11 settembre 2017
In Montecchio Maggiore (VI), nel mio studio in Piazza Marconi n. 18.
Avanti a me, dottor Giuseppe Curreri, Notaio in Montecchio Maggiore, con lo studio in Piazza Marconi n. 18, iscritto presso il Collegio Notarile dei Distretti Riuniti di Vicenza e Bassano del Grappa,
è presente la dottoressa
Valerio Martina, nata a Sandrigo (VI) il giorno 22 novembre 1969, codice fiscale VLR MTN 69S62 H829I, che dichiara essere domiciliata a Thiene (VI), Via Garziere nr.23//A, presso il proprio studio professionale, ed essere iscritta all'Ordine dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili della Provincia di Vicenza al nr. 708 sez. A, nonché all'albo dei Revisori Contabili con pubblicazione in G.U. nr. 13 del 13//02//2001 al nr. 120241,
della cui personale identità io Notaio sono certo, la quale mi ha presentato la relazione peritale che precede sulla congruità del rapporto di cambio nell'operazione di fusione per incorporazione della società
"Alto Vicentino Servizi S.p.A.", con sede in Thiene (VI), Via Sam Giovanni Bosco n. 77/B, iscritta al Registro delle Imprese di Vicenza al numero di iscrizione, codice fiscale e P. IVA 03043550247,
nella società:
"Acque Vicentine S.p.A."
con sede legale in Vicenza (VI), Viale dell'Industria nr.23, società di diritto italiano, costituita in Italia il 14 dicembre 2004, capitale sociale Euro 5.845.000,00 (cinquemilioniottocentoquarantacinquemila) interamente sottoscritto e versato, numero di iscrizione presso il Registro delle Imprese di Vicenza, Codice Fiscale e Partita Iva 03196760247, R.E.A. 306449,
redatta ai sensi dell'art.2501 sexies del Codice Civile e che occupa 22 (ventidue) fogli e n. 1 (un) allegato, da ella redatta, chiedendo di asseverarla con giuramento.
Aderendo alla richiesta ammonisco ai sensi di legge la comparente, la quale presta quindi il giuramento di rito ripetendo la formula:
"Giuro di aver bene e fedelmente adempiuto all'incarico ricevuto e quindi redatto la perizia sopra riportata al solo scopo di far conoscere la verità."
Del che ho redatto il presente verbale scritto da me e da persona di mia fiducia su questo unico foglio per una pagina fin qui del quale ho dato lettura alla comparente.