RELAZIONE DEGLI AMMINISTRATORI
AL PROGETTO DI FUSIONE PER INCORPORAZIONE

di

ALTO VICENTINO SERVIZI S.P.A.

in

ACQUE VICENTINE S.P.A.

(redatta ai sensi dell'art. 2501-quinquies del codice civile)

23 giugno 2017

Sommario

1. ILLUSTRAZIONE E MOTIVAZIONI DELL'OPERAZIONE 3
1.1 Illustrazione dell'Operazione 3
1.2 Società partecipanti alla Fusione 3
1.3 Motivazioni dell'Operazione 4
1.4 Profili giuridici dell'Operazione 6

2. SITUAZIONI PATRIMONIALI DI RIFERIMENTO PER LA FUSIONE 9

3. RAPPORTO DI CAMBIO DELLE AZIONI E CRITERI SEGUITI PER LA DETERMINAZIONE DEL MEDESIMO 9
3.1 Premessa 9
3.2 Descrizione dei criteri utilizzati nella determinazione del rapporto di concambio 10

4. MODALITA' DI ASSEGNAZIONE DELLE AZIONI DI NUOVA EMISSIONE DELLA SOCIETA' INCORPORANTE E DATA DI GODIMENTO DELLE STESSE 21
4.1 Modalità di assegnazione delle azioni 21
4.2 Data a decorrere dalla quale le azioni di nuova emissione al servizio del concambio parteciperanno agli utili 21

5. DATA A DECORRERE DALLA QUALE LE OPERAZIONI DELLE SOCIETA' PARTECIPANTI ALLA FUSIONE SONO IMPUTATE, ANCHE AI FINI FISCALI, AL BILANCIO DELLA SOCIETA' INCORPORANTE 21

6. TRATTAMENTO RISERVATO A PARTICOLARI CATEGORIE DI SOCI E VANTAGGI PARTICOLARI EVENTUALMENTE PROPOSTI A FAVORE DEGLI AMMINISTRATORI DELLE SOCIETA' PARTECIPANTI ALLA FUSIONE 22

7. RIFLESSI TRIBUTARI SULLE SOCIETA' PARTECIPANTI ALLA FUSIONE 22

Signori Azionisti,

sottoponiamo alla Vostra attenzione la presente relazione che illustra, sotto il profilo giuridico ed economico, il progetto di fusione (il "**Progetto di Fusione**") relativo all'operazione di fusione per incorporazione di Alto Vicentino Servizi S.p.A. ("**Alto Vicentino Servizi**" o la "**Società Incorporanda**") in Acque Vicentine S.p.A. ("**Acque Vicentine**" o la "**Società Incorporante**"; congiuntamente con Alto Vicentino Servizi, le "**Società**" o le "**Società Partecipanti alla Fusione**"). Vengono in particolare evidenziati i criteri e le metodologie di determinazione del rapporto di cambio delle azioni delle società interessate, in conformità a quanto disposto dall'art. 2501-*quinquies* del codice civile.

1. ILLUSTRAZIONE E MOTIVAZIONI DELL'OPERAZIONE

1.1 Illustrazione dell'Operazione

L'operazione oggetto della presente relazione (la "**Relazione**") è rappresentata dalla fusione per incorporazione di Alto Vicentino Servizi S.p.A. in Acque Vicentine S.p.A. (la "**Fusione**" o l'"**Operazione**").

1.2 Società partecipanti alla Fusione

Società Incorporante

Acque Vicentine S.p.A., con sede in Vicenza, Viale dell'Industria 23, Codice fiscale, Partita IVA e numero di iscrizione al Registro delle Imprese di Vicenza 03196760247.

Il capitale sociale, alla data della presente Relazione, è pari ad Euro 5.845.000 interamente sottoscritto e versato, ed è suddiviso tra n. 116.900 azioni ordinarie con valore nominale pari ad Euro 50,00.

Acque Vicentine S.p.A. non possiede azioni proprie, né azioni della Società Incorporanda.

La società ha per oggetto la gestione dei servizi pubblici locali a rilevanza economica, attività ad essi complementari ed opere e lavori connessi ai sensi di legge.

Lo statuto sociale prevede quale oggetto sociale prevalente:

- *la gestione del servizio idrico integrato così come definito dalle normative vigenti;*
- *la progettazione, la costruzione, la gestione e la manutenzione ordinaria e straordinaria di impianti e reti per la captazione, il sollevamento, il trasporto, il controllo, il trattamento, la distribuzione e la vendita dell'acqua ad usi potabili e non potabili;*
- *la progettazione, la costruzione, la gestione e la manutenzione ordinaria e straordinaria di impianti e reti di fognatura;*

- *la progettazione, la costruzione, la gestione e la manutenzione ordinaria e straordinaria di impianti e reti per la raccolta, il sollevamento, il trasporto, il controllo, il trattamento e la depurazione di acque reflue e/o meteoriche;*
- *la progettazione, la costruzione, la gestione e la manutenzione ordinaria e straordinaria di impianti di raccolta, trattamento e smaltimento di rifiuti liquidi o rifiuti comunque trattabili negli impianti di depurazione;*
- *la progettazione, la costruzione, la gestione e la manutenzione di impianti tecnologici per l'espletamento del servizio idrico integrato.*

Società Incorporanda

Alto Vicentino Servizi S.p.A., 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.

Il capitale sociale, alla data della presente Relazione, è pari ad Euro 2.167.227 interamente sottoscritto e versato, ed è suddiviso tra n. 2.167.227 azioni con valore nominale pari ad Euro 1,00.

Alto Vicentino Servizi S.p.A. non possiede azioni proprie, né azioni della Società Incorporante.

La società ha per oggetto la gestione dei servizi pubblici locali a rilevanza economica, attività ad essi complementari ed opere e lavori connessi ai sensi di legge.

Lo statuto sociale prevede quale oggetto sociale prevalente:

- *la gestione del servizio idrico integrato come definito dalla legge 36/94 avente per scopo la captazione, l'adduzione, la distribuzione di acqua ad usi civili, di fognatura e di depurazione delle acque reflue;*
- *la programmazione, la progettazione e la gestione, anche in concessione o tramite la stipula di apposite convenzioni, dei servizi di raccolta, trasporto, trattamento e distribuzione di risorse idriche, anche funzionali alla produzione di energia elettrica, nonché la gestione di servizi di fognatura, collettamento e depurazione delle acque reflue;*
- *l'installazione, l'ampliamento, la trasformazione, la manutenzione, la gestione degli impianti di produzione, trasporto, distribuzione ed utilizzazione dell'energia nelle sue varie forme;*
- *la produzione e la vendita di energia nelle sue varie forme;*
- *la gestione dei rifiuti urbani, speciali e di tutte le categorie, nonché dei residui riutilizzabili compresa la loro commercializzazione;*
- *la gestione di impianti per lo smaltimento di rifiuti liquidi;*
- *la prestazione del servizio di energy management;*
- *la prestazione di servizi di gestione amministrativa, contabile, operativa, commerciale e di sportello clienti.*

1.3 Motivazioni dell'Operazione

La proposta operazione di Fusione si colloca all'interno di un percorso di razionalizzazione coerente con gli indirizzi della normativa di settore, che promuove le aggregazioni tra soggetti gestori del servizio idrico integrato all'interno del medesimo Ambito Territoriale Ottimale ("ATO").

Da un punto di vista più generale, la prospettata Fusione risulta coerente rispetto al complessivo quadro normativo vigente che disciplina:

- le società a controllo pubblico;
- i servizi pubblici locali;
- gli affidamenti in house;

e risulta in linea con le indicazioni e gli atti di indirizzo dell'Autorità per l'Energia Elettrica, il Gas e il Sistema Idrico ("AEEGSII") e del Consiglio di Bacino Bacchiglione.

L'Operazione permette 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. Più nello specifico, l'Operazione porterà alla creazione di un soggetto che per dimensioni e numerosità dell'utenza servita (competenza su 69 comuni, bacino di 550.000 abitanti) potrà partecipare attivamente alle dinamiche competitive future, potendosi proporre come *gestore prevalente* nell'ambito del processo di integrazione verso la "gestione unica" del servizio idrico integrato che si dovrà realizzare nel prossimo futuro all'interno dell'Ambito Territoriale Ottimale Bacchiglione (in cui attualmente operano altri operatori oltre ad Acque Vicentine ed Alto Vicentino Servizi).

Da un punto di vista più strettamente operativo ed industriale, l'operazione di Fusione consentirà il raggiungimento dei seguenti principali obiettivi:

- consolidamento delle esperienze e del *know how* tecnico-gestionale delle società, prodromico al mantenimento e miglioramento del livello qualitativo dei servizi erogati sui territori di riferimento, principalmente in termini di: i) gamma di servizi erogati all'utenza; ii) capillarità dei presidi territoriali tecnici e all'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 dei turnover, nella razionalizzazione dei costi di struttura e di funzioni non più duplicate e di una unica nuova sede direzionale;
- massimizzazione della gestione complessiva dei servizi con la conseguente ottimizzazione dei costi e razionalizzazione nella gestione delle risorse organizzative e produttive (ad esempio: possibilità di allocare le risorse ai diversi progetti in maniera efficiente, valorizzando al massimo l'esperienza e la competenza dei singoli, che potranno avere maggiori opportunità di sviluppare le

proprie competenze specifiche su uno spettro di progetti più ampio rispetto a quello offerto dalle singole società di provenienza; il tutto a beneficio della Società risultante dalla Fusione), che potrà portare allo sviluppo di importanti sinergie e rendere possibile l'erogazione di servizi aggiuntivi;

- 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; il tutto senza prevedere un ridimensionamento degli sportelli territoriali e dei presidi operativi che possa intaccare gli attuali livelli di servizio;
- possibilità di chiedere il prolungamento delle vigenti concessioni, con conseguente miglioramento dell'accesso al credito da parte del gestore (ovvero, di accensione di finanziamenti a medio-lungo termine) e conseguente miglioramento dei profili di fattibilità e sostenibilità dei piani di investimento di lungo periodo, con beneficio diretto sui territori di riferimento;
- 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 (in linea con gli esiti referendari).

Le modalità attuative attese dell'Operazione risultano coerenti con le linee generali di indirizzo preliminari approvate dalle assemblee di coordinamento di Acque Vicentine ed Alto Vicentino Servizi.

1.4 Profili giuridici dell'Operazione

1.4.1. Profili generali dell'Operazione di Fusione

Viene sottoposto all'approvazione degli azionisti il Progetto di Fusione per incorporazione di Alto Vicentino Servizi S.p.A. in Acque Vicentine S.p.A., unito alla presente Relazione quale Allegato "A".

L'Operazione avrà come effetto l'emissione di nuove azioni di Acque Vicentine a favore degli azionisti di Alto Vicentino Servizi, sulla base dell'apposito rapporto di cambio individuato (come definito nella successiva sezione n.3; il "Rapporto di Cambio" o il "Rapporto di Concambio").

Posto quanto sopra, si dà atto che in osservanza della normativa applicabile i Consigli di Amministrazione della Società Incorporante e della Società Incorporanda, tra l'altro, hanno:

- redatto il precitato Progetto di Fusione;
- redatto la presente Relazione, finalizzata ad illustrare e giustificare sotto il profilo giuridico ed economico il Progetto di Fusione e in particolare il Rapporto di Cambio indicandone i criteri di determinazione;
- richiesto al Tribunale di Vicenza di nominare un esperto comune ai sensi dell'art. 2501-*sexies*, quarto comma, del Codice Civile, che rediga una relazione sulla congruità del rapporto di cambio che: i) indichi il metodo o i metodi seguiti per la determinazione del rapporto di cambio proposto e i valori risultanti dall'applicazione di ciascuno di essi; ii) indichi le eventuali difficoltà di valutazione; iii) attesti che il Rapporto di Cambio è congruo e quindi contenga un parere sull'adeguatezza del metodo o dei metodi seguiti per la determinazione dello stesso e sull'importanza relativa attribuita a ciascuno di tali metodi nella determinazione del valore adottato. Il Tribunale di Vicenza ha nominato in data [•] quale esperto [•] con sede legale in [•] (l'"**Esperto**").

La Fusione viene effettuata ai sensi degli articoli 2501 e ss. del Codice Civile e, alla data di efficacia della stessa, comporterà l'estinzione della Società Incorporanda ed il subentro a titolo universale di Acque Vicentine, per effetto del quale la Società Incorporante assumerà – una volta avvenuta l'ultima iscrizione prescritta dagli artt. 2504 e 2504-bis del Cod. Civ. - tutte le attività e passività, come i diritti e gli obblighi, di Alto Vicentino Servizi e quindi, in via esemplificativa e non tassativa, tutti i relativi beni materiali e immateriali, crediti e debiti maturati e più in generale l'intero patrimonio della Società Incorporanda senza esclusione o limitazione alcuna.

In dipendenza del perfezionamento della Fusione, lo Statuto della Società Incorporante subirà sostanziali modifiche. Il nuovo statuto della Società Incorporante è accluso al Progetto di Fusione riportato in allegato.

1.4.2 Profili relativi alla *governance* del soggetto risultante dalla Fusione

Ai fini dell'inquadramento degli elementi fondamentali relativi all'architettura della *governance* del soggetto risultante dalla Fusione, si dà atto che:

- Acque Vicentine e Alto Vicentino Servizi sono oggi interamente partecipate da Comuni ricadenti nell'Ambito Territoriale Ottimale Bacchiglione, l'ente d'Ambito cui la Regione Veneto, con la Legge Regionale n. 17 del 27.04.2012, ha affidato il compito di sovrintendere al ciclo integrato dell'acqua per il territorio di propria competenza;
- l'operazione di Fusione per Incorporazione risulta finalizzata alla creazione di una società che possa costituire il soggetto affidatario della gestione del servizio idrico integrato nelle aree territoriali attualmente di competenza di Acque Vicentine e Alto Vicentino Servizi, e detenga i principali *assets* patrimoniali ed impiantistici per la realizzazione di tali servizi;
- nelle more del perfezionamento della Fusione si rende necessario sottoscrivere tra gli Enti locali apposita convenzione ai sensi dell'art. 30 del D.Lgs. n. 267/2000 (la "Convenzione"), al fine di garantire a ciascuno di essi un controllo analogo a quello esercitato sui propri servizi ex art.5 del D.Lgs. n. 50/16;

- il sopra ricordato art. 30 del d.lgs. n. 267 del 2000 disciplina la stipula di convenzioni tra Enti locali al fine di svolgere in modo coordinato funzioni e servizi determinati e in particolare il relativo comma 4 prevede che le convenzioni tra Enti locali possono stabilire anche la costituzione di uffici pubblici ai quali affidare l'esercizio delle funzioni pubbliche in luogo degli Enti partecipanti all' accordo ovvero la delega di funzioni da parte degli Enti partecipanti all' accordo a favore di uno di essi che opera in luogo e per conto degli enti deleganti.

Posto quanto sopra, gli Enti Locali sono chiamati a disciplinare di comune accordo l'esercizio coordinato dei loro rispettivi poteri sociali di indirizzo e di controllo ed il funzionamento degli ulteriori strumenti finalizzati a garantire l'attuazione di un controllo congiunto sulla Società analogo a quello esercitato sui propri servizi, tramite l'adozione del precitato strumento della Convenzione, secondo il modello riportato all'Allegato "B" della presente Relazione.

1.4.3 Status della società risultante dalla Fusione

Si dà atto che le Società Incorporante e Incorporanda, a seguito di emissione nel luglio 2014, di strumenti finanziari consistenti in prestiti obbligazionari quotati in mercati regolamentati (segmento Extra Mot PRO di Borsa Italiana) ai sensi e per gli effetti del D.Lgs. 19 agosto 2016 n. 175 (Testo Unico in materia di società a partecipazione pubblica), risultano essere società quotate secondo la definizione dell'art. 2, comma 1, lett. p) del decreto citato; conseguentemente anche la società risultante dalla Fusione deve allo stesso modo considerarsi società quotata ai sensi del decreto citato. Lo Statuto della società risultante dalla Fusione tiene pertanto conto degli obblighi specifici previsti dalla normativa di riferimento per le società considerate quotate ai sensi della definizione dell'art. 2, comma 1, lett. p) del D.Lgs. 175/2016 e degli ulteriori obblighi previsti dalla normativa di settore (regolamento del segmento Extra Mot PRO di Borsa Italiana).

1.4.4 Rapporti con gli enti finanziatori

L'operazione di Fusione assume, in linea di principio, rilevanza con riferimento a talune previsioni contrattuali di rapporti di finanziamento che interessano Acque Vicentine S.p.A. e Alto Vicentino Servizi S.p.A., ai sensi delle quali, a vario titolo, il mutamento degli assetti partecipativi e il perfezionamento di operazioni straordinarie possono comportare specifici obblighi informativi e/o necessitare di un preventivo consenso degli istituti finanziari laddove tali operazioni possano pregiudicare la capacità di restituzione dei finanziamenti contratti.

In tale ambito si dà atto che sia la Società Incorporante che la Società Incorporata hanno emesso un prestito obbligazionario non convertibile (rispettivamente per complessivi Euro 26 mln ed Euro 18 mln), negoziato sul segmento di mercato Extra-MOT della Borsa Italiana e sottoscritto in entrambi i casi dalla società Viveracqua Hydrobond 1 S.r.l. ("Viveracqua Hydrobond 1"). Il regolamento dei precitati prestiti obbligazionari prevede che le Società debbano ottenere il previo consenso scritto da parte di Viveracqua Hydrobond 1 in caso di operazioni straordinarie, fra cui si annovera la Fusione. Il mancato ottenimento del consenso - qualora non sia rimediato nel termine di 30 giorni - comporterebbe la facoltà di Viveracqua Hydrobond 1 di ottenere la restituzione delle somme inerenti i prestiti obbligazionari.

Premesso quanto sopra, nel contesto dei rapporti già in essere con le banche finanziatrici e con Viveracqua Hydrobond 1, le Società hanno anticipato alle rispettive banche finanziatrici e a Viveracqua Hydrobond 1 la necessità di ottenere il loro consenso - laddove necessario - a procedere con l'Operazione, come previsto ai sensi di taluni dei contratti di finanziamento in essere. Conseguentemente, il perfezionamento della Fusione risulta sospensivamente condizionato al rilascio da parte di alcune banche finanziatrici e di Viveracqua Hydrobond 1 del loro preventivo consenso all'Operazione e/o alla mancata opposizione nei termini ivi previsti.

2. SITUAZIONI PATRIMONIALI DI RIFERIMENTO PER LA FUSIONE

Quali Situazioni Patrimoniali di riferimento per la Fusione, in conformità a quanto disposto dall'art. 2501-*quater* Cod. Civ., Acque Vicentine e Alto Vicentino Servizi hanno utilizzato i rispettivi bilanci al 31 dicembre 2016, entrambi assoggettati a revisione legale.

Detti bilanci sono stati approvati dalla rispettive assemblee ordinarie di Acque Vicentine in data [•] e di Alto Vicentino Servizi in data [•].

Tali documenti sono a disposizione degli azionisti presso le sedi legali della Società Incorporante e della Società Incorporanda, nonché sui siti internet delle stesse, rispettivamente www.acquevicentine.it e www.altovicentinoservizi.com.

Acque Vicentine al 31 dicembre 2016 ha riportato un utile di Euro 3.807.763 con un patrimonio netto pari ad € 31.156.552.

Alto Vicentino Servizi al 31 dicembre 2016 ha riportato un utile di Euro 4.231.504 con un patrimonio netto pari ad € 21.139.245.

3. RAPPORTO DI CAMBIO DELLE AZIONI E CRITERI SEGUITI PER LA DETERMINAZIONE DEL MEDESIMO

3.1 Premessa

I Consigli di Amministrazione di Acque Vicentine e Alto Vicentino Servizi sono pervenuti alla determinazione del Rapporto di Concambio a seguito di una ponderata valutazione delle Società Partecipanti alla Fusione e tenendo conto della specificità dell'Operazione e del contesto in cui la medesima troverà attuazione.

In particolare, ai fini della determinazione del Rapporto di Concambio, i Consigli di Amministrazione delle Società hanno tenuto conto, ai fini dell'individuazione dei valori da attribuire ad Acque Vicentine e Alto Vicentino Servizi:

1. dei rispettivi business plan, formulati in coerenza con la durata delle concessioni pertinenti ai business gestiti;
2. delle risultanze delle analisi svolte dall'*advisor* KPMG, a cui ad esito di selezione tramite gara ad evidenza pubblica le Società hanno conferito un mandato congiunto per lo svolgimento delle attività di "*advisor contabile, fiscale, finanziario, legale e industriale finalizzato all'operazione di aggregazione tra le società Acque Vicentine Spa e Alto Vicentino Servizi Spa*";

3. di alcune considerazioni aggiuntive che traggono origine dalla specificità del contesto in cui si inserisce l'Operazione; si fa in particolare riferimento ai seguenti fattori; i) la natura delle Società, quali società strumentali *in house* la cui *mission* consiste nell'erogazione di servizi a beneficio di un bacino territoriale e di utenze ben identificato; ii) il quadro normativo di riferimento e le prescrizioni che disciplinano l'applicazione del Metodo Tariffario Idrico; iii) l'evoluzione attesa delle tariffe del servizio idrico che, sulla base delle simulazioni condotte, potranno essere applicate dal soggetto risultante dalla Fusione alla complessiva utenza di riferimento; e iv) la natura degli azionisti delle Società (Enti Pubblici territoriali) e gli interessi dai medesimi rappresentati, nonché la loro posizione specifica rispetto agli impatti tariffari attesi per effetto del perfezionamento dell'Operazione in capo alle utenze che gli stessi Enti Pubblici-Azionisti rispettivamente rappresentano.

I predetti aspetti sono complessivamente descritti nell'ambito del successivo paragrafo 3.2.

3.2 Descrizione dei criteri utilizzati nella determinazione del rapporto di concambio

Ai fini della stima dei valori da attribuire ad Acque Vicentine (di seguito anche in sigla: "AVI") e Alto Vicentino Servizi (di seguito anche in sigla: "AVS") per la propria valutazione del Rapporto di Cambio, i Consigli di Amministrazione delle Società si sono avvalsi anche delle risultanze delle analisi svolte dall'*advisor* KPMG (le "Analisi KPMG"), a cui, nell'ambito dell'Incarico richiamato nel precedente paragrafo 3.1, è stato chiesto di formulare un'opinione in merito alla stima di un intervallo di valori ragionevolmente congruo di riferimento ai fini della stima del possibile Rapporto di Cambio.

I Consigli di Amministrazione delle Società hanno ricevuto i report di sintesi contenenti le risultanze delle predette Analisi KPMG nel mese di maggio 2017, condividendone metodo, assunzioni e considerazioni.

La documentazione di supporto alla determinazione del Rapporto di Cambio da parte dei Consigli di Amministrazione delle Società comprende, in aggiunta alle sopra richiamate Analisi KPMG, tra l'altro i seguenti documenti:

- gli statuti vigenti di entrambe le Società Partecipanti alla Fusione;
- i bilanci delle Società relativi agli esercizi 2014, 2015 e 2016;
- i Business Plan delle Società approvati dai rispettivi Consigli di Amministrazione;
- i Piani Tariffari e i Piano Economico Finanziario (PEF) delle Società acclusi alle Relazioni di accompagnamento redatte ai sensi dell'art. 5, comma 3, lett. d), della Delibera AEEGSI 643/2013/R/IDR;
- i Piano degli Interventi delle Società, recanti il dettaglio degli investimenti programmati lungo l'orizzonte di concessione (2016-2026);
- altri dettagli di carattere gestionale su specifiche poste di bilancio e su specifiche componenti patrimoniali;
- lo "Studio di fattibilità per l'integrazione tra Acque Vicentine S.p.A. e Alto Vicentino Servizi S.p.A." predisposto in collaborazione con Ernst & Young, finalizzato nel mese di dicembre 2016.

Ciò premesso, i Consigli di Amministrazione delle Società, ai fini delle analisi valutative funzionali alla determinazione del concambio, hanno fatto in prima istanza riferimento alle metodologie adottate nella prassi di mercato in relazione ad operazioni similari ed hanno altresì tenuto conto delle specifiche caratteristiche dell'Operazione nel suo complesso.

In linea generale, il principio normalmente posto alla base delle valutazioni propedeutiche alla determinazione del rapporto di cambio in una operazione di fusione consiste nell'omogeneità dei criteri di analisi e di stima del capitale economico delle società che vi partecipano. Ciò comporta la selezione di criteri e metodi che rispondano a una medesima logica valutativa e che risultino più appropriati per le società oggetto di valutazione, tenuto comunque conto delle diversità e delle specificità che caratterizzano ciascuna di esse: ciò allo scopo di pervenire a valori confrontabili in sede di determinazione dei rapporti di cambio.

Sulla base di tale assunto, la finalità delle valutazioni effettuate non è stata la stima in termini assoluti del valore del capitale economico di Acque Vicentine e Alto Vicentino Servizi, quanto piuttosto l'ottenimento di valori confrontabili in fase di determinazione del rapporto di cambio.

Le valutazioni sono state effettuate in ipotesi di continuità gestionale e alla luce di elementi di previsione ragionevolmente ipotizzabili. In particolare, le analisi valutative sono riferite alle informazioni, alle condizioni di mercato e regolamentari conosciute e valutabili alla data di effettuazione delle stesse.

Come già specificato nelle precedente sezione n. 2, la Fusione verrà deliberata sulla base dei bilanci delle Società alla data di riferimento del 31 dicembre 2016, approvati dai rispettivi organi competenti ed utilizzati quali situazioni patrimoniali di Fusione ai sensi e per gli effetti dell'art. 2501-*quater* del Cod. Civ.

La scelta delle metodologie di valutazione e delle relative modalità di applicazione e stata effettuata attribuendo primaria importanza ai fondamentali requisiti di omogeneità e confrontabilità delle stesse. Ciò premesso, anche tenendo conto di quanta indicato nelle Analisi KPMG, le considerazioni valutative sono state effettuate:

- in prima istanza, considerando Acque Vicentine e Alto Vicentino Servizi come entità disgiunte, in ottica puramente "*stand alone*", prescindendo quindi da ogni considerazione concernente gli impatti dell'Operazione a livello di sinergie prospettiche e di evoluzione attesa delle tariffe praticate post-Fusione; in tale ambito sono state utilizzate le seguenti metodologie valutative: i) il metodo c.d. *Discounted Cash Flow* ("DCF") quale metodo principale; e ii) metodologie che fanno riferimento ad Indicatori Specifici di Settore, quali metodi di controllo delle risultanze derivate dall'applicazione del metodo principale;
- in seconda istanza, sviluppando delle considerazioni aggiuntive in funzione delle specificità della natura delle Società Partecipanti alla Fusione (ovvero, società strumentali *in house* che erogano servizi a beneficio dei territori di riferimento e ad utenti che sono a loro volta rappresentati dagli Azionisti stesse delle Società) e degli elementi di contesto in cui l'Operazione trova attuazione.

I paragrafi che seguono contengono una dettagliata illustrazione dei metodi e dei principi adottati nella valutazione del capitale economico delle Società e delle considerazioni aggiuntive sviluppate ai fini della determinazione del Rapporto di Concambio. Tali metodi, principi e considerazioni

aggiuntive devono essere considerati come parte inscindibile di un processo di stima unico e, pertanto, le risultanze ottenute con ciascuna metodologia dovranno essere lette alla luce della complementarietà che si crea con gli altri criteri e considerazioni integrative, all'interno di un processo di valutazione unitario.

3.2.1 Il metodo DCF

Secondo tale criterio, il valore del capitale economico di un'azienda è pari al valore attuale dei flussi di cassa futuri generabili dalla stessa.

In particolare, nella versione adottata, denominata "Unlevered DCF", il valore del capitale economico ("*Equity Value*") e 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'impresa, "*Enterprise Value*"), dedotti (o sommati se positivi) la posizione finanziaria netta alla data di stima e il valore attribuibile ad altre paste attive e/ o passive, non già riflesso nei flussi di cassa operativi aziendali oggetto di attualizzazione.

L'*Enterprise Value* è a sua volta calcolabile quale sommatoria del valore attuale dei flussi di cassa operativi relativi al periodo di proiezione esplicita e del valore attuale del cosiddetto "valore terminale" (secondo la terminologia anglosassone "*Terminal Value*"), funzione generalmente di un livello medio-normale di redditività stimata sostenibile in perpetuità e/o, nel caso di business gestiti in regime di concessione, di specifici parametri di valorizzazione (Valore di Subentro, Capitale Investito a fine concessione.

Il metodo DCF determina quindi il valore del capitale economico della società come somma algebrica del valore finanziario del suo capitale investito e della sua posizione finanziaria netta, quest'ultima considerata alla data di riferimento ed espressa a valori di mercato.

L'attualizzazione dei flussi di cassa operativi previsionali viene effettuata sulla base di un tasso espressivo del costo medio del capitale, calcolato secondo il cosiddetto Capital Asset Pricing Model come media del costo del capitale di rischio e di debito ponderata per la struttura patrimoniale e finanziaria aziendale target.

Il costo del capitale di rischio e comunemente definito come il rendimento medio atteso del capitale proprio, ossia il costo opportunità del capitale azionario dell'impresa oggetto di stima.

Il costo del capitale di debito e pari al costo medio dei debiti finanziari dell'impresa, al netto dell'effetto fiscale.

L'applicazione del Metodo DCF ha comportato le seguenti fasi operative:

- i flussi di cassa operativi relativi al periodo di proiezione esplicita (2017-2026) sono stati derivati per entrambe le Società Partecipanti alla Fusione dalle risultanze delle rispettive proiezioni economiche finanziarie di Business Plan (i "Dati Prospettici");
- quale Valore Terminale, si è fatto riferimento al Valore Residuo ("VR") delle Società al termine del periodo di concessione; coerentemente con l'impianto normativo del settore di riferimento, il VR è stato ricavato in ottemperanza al dettato dell'art. 31 dell'allegato A della Delibera 664/15 (disciplina del Metodo Tariffario Idrico "MTI-2"). Il predetto valore (ivi definito come "valore

residuo del gestore", assunto a riferimento anche in caso di subentro nella concessione da parte di terzo operatore) riflette in sostanza il valore riconosciuto delle immobilizzazioni al netto dei contributi ricevuti;

- il tasso di attualizzazione dei flussi di cassa è stato adottato in misura identica per le due Società in considerazione del livello di omogeneità del business gestito e sia delle caratteristiche operative delle Società; nello specifico, il WACC è stato stimato con un approccio di tipo Capital Asset Pricing Model (CAPM), facendo riferimento a un rapporto di leva finanziaria (D/(D+E)) medio di settore, tratto da un campione di società quotate attive nel settore dei servizi idrici/utilitites; analogamente si è proceduto per la stima del c.d. *beta unlevered*. Sulla base di tale approccio è stato derivato un costo medio ponderato del capitale (i.e. tasso di attualizzazione dei flussi di cassa operativi) pari al 6,3% per entrambe le Società;
- agli *Enterprise Value* così stimati è stato sottratto il valore di bilancio dell'indebitamento finanziario netto e dei fondi di trattamento di fine rapporto.

3.2.2 Metodologie di controllo

Ai fini di controllo delle risultanze ottenute tramite l'applicazione del metodo DCF, è stato valutato in prima istanza l'utilizzo del metodo dei c.d. Multipli di Mercato. Tale metodologia prevede l'utilizzo di parametri di valorizzazione espressi dai prezzi di società comparabili o comunque operanti in settori assimilabili a quelli della realtà oggetto di analisi (i.e. moltiplicatori); i moltiplicatori possono essere derivati dai prezzi dei titoli di società quotate (multipli di borsa) o nell'ambito dei prezzi negoziati nell'ambito di transazioni comparabili (multipli M&A).

L'applicabilità delle metodologia in oggetto è correlata a diversi fattori attinenti principalmente alla comparabilità delle aziende selezionate, all'omogeneità dei profili operativi (i.e. "mix" delle attività svolte, presenza di servizi erogati in regime di concessione e in regime di libero mercato, durata residua delle concessioni relative alle attività regolate) rispetto alla realtà oggetto di valutazione. Nel caso di specie, stante la specificità delle Società Partecipanti alla Fusione, non è stato possibile ricavare un campione significativo di società quotate realmente comparabili alle realtà in oggetto; pertanto, la metodologia dei multipli di mercato non è stata ritenuta essere direttamente applicabile con finalità di "controllo" della stima effettuata con il metodo DCF.

Quale metodologia di controllo della valutazione condotta tramite la metodologia DCF si è ritenuto invece fare riferimento alle risultanze derivanti dall'applicazione dei c.d. "Indicatori Empirici di Settore": si fa riferimento a specifici parametri, frequentemente utilizzati nell'ambito delle stime di valore di business c.d. "regolati" (i.e. utilities operanti in regime di concessione) ed in special modo nell'ambito delle valutazioni relative tra società attive nel medesimo settore, atti a dare un'indicazione di valore fondata su vettori di valore di tipo patrimoniale o reddituale, che possono fare riferimento:

- al valore riconosciuto ai fini regolatori ad asset già esistenti (asset in place; "Regulatory Asset Base" o "RAB");
- a capacità reddituali già in essere al momento della valutazione ("Vincolo dei Ricavi Garantiti" o "VRG").

Si è andati in tal modo ad integrare le risultanze derivanti dall'applicazione della metodologia DCF, che tipicamente risulta basata sulle attese di sviluppo di grandezze reddituali e finanziarie su base prospettica.

3.2.3 Risultati derivanti dall'applicazione delle metodologie di valutazione in ottica puramente *Stand Alone*

Peso % relativo delle Società Partecipanti alla Fusione							
€ mln	Metodo principale	Indicatori di controllo per valutazioni relative (Business regolati)					
	DCF (equity value)	RAB	VR	VRG 2016	VRG 2026	CIN 2016	CIN 2026
Valore AVI	19,4	91,3	153,5	47,8	47,9	94,8	146,9
Valore AVS	14,9	70,4	112,7	33,6	34,9	63,3	96,1
Peso AVI (%)	56,6%	56%	58%	59%	58%	60%	60%
Peso AVS (%)	43,4%	44%	42%	41%	42%	40%	40%

L'applicazione delle metodologie di valutazione alle Società, considerate in ottica puramente *stand alone*, ha portato alla stima di "range di pesi" delle due Società Partecipanti alla Fusione che ricade nell'ambito dei seguenti intervalli:

- Acque Vicentine: tra il 54% e il 59% (range con valore centrale il dato puntuale derivante della metodologia di valutazione principale, pari al 56,6%);
- Alto Vicentino Servizi: tra il 41% e il 46% (range con valore centrale il dato puntuale derivante della metodologia di valutazione principale, pari al 43,4%).

3.2.4 Considerazioni aggiuntive in merito al Rapporto di Concambio, in funzione degli elementi di specificità del contesto dell'Operazione

Ai fini di disporre di ulteriori elementi di riferimento, stante la specificità del contesto dell'Operazione e muovendo dalle considerazioni in merito:

i) alla natura delle Società Partecipanti alla Fusione (società strumentali c.d. *in house*) e dei relativi Azionisti (Enti Pubblici territoriali, che a loro volta rappresentano l'utenza a favore della quale le Società erogano i propri servizi);

ii) alla specificità del quadro regolamentare e delle prescrizioni che disciplinano l'applicazione del Metodo Tariffario Idrico, che riporta delle indicazioni *ad hoc* in caso di aggregazioni tra soggetti gestori del Servizio Idrico Integrato, come nel caso di specie;

iii) al processo di convergenza verso la c.d. "tariffa unica", che il Soggetto Risultante dalla Fusione dovrà necessariamente attuare nel breve-medio periodo all'utenza complessiva servita (ovvero, l'utenza attualmente servita da Acque Vicentine e da Alto Vicentino Servizi);

iv) ai livelli delle tariffe correntemente praticate all'utenza da parte di Acque Vicentine a di Alto Vicentino Servizi, che presentano attualmente alcuni elementi di differenziazione;

sono state prodotte con l'ausilio di KPMG delle simulazioni atte a riflettere l'evoluzione attesa della Società risultante dalla Fusione (il "Soggetto Aggregato") ed in particolare della dinamica della

"tariffa" praticata all'utenza complessivamente servita dal medesimo soggetto a valle del perfezionamento dell'Operazione, stante il precitato processo di convergenza tariffaria.

Nello specifico, la stima della dinamica della tariffa e del moltiplicatore tariffario applicabile dal Soggetto Aggregato è stata ricavata per il tramite dello sviluppo di un esercizio di aggregazione degli esistenti PEF delle singole Società, andando ivi a fattorizzare le componenti specifiche che traggono la loro ragion d'essere nell'Operazione di Fusione (i.e. sinergie, costi di aggregazione, e i relativi impatti sul Vincolo dei Ricavi Garantito; quindi, sulle tariffe) in conformità alla prescrizioni dettate dal Metodo Tariffario Idrico per la fattispecie di operazioni in oggetto.

Ciò premesso, stante la dinamica del moltiplicatore tariffario applicabile dal Soggetto Aggregato e l'ineludibile processo di convergenza verso la "tariffa unica", l'analisi condotta evidenzia 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*.

Al fine di contestualizzare quanto descritto sopra, si riporta di seguito in forma tabellare il prospetto di dettaglio - ricavato per il tramite delle simulazioni condotte sui PEF – che descrive l'evoluzione attesa della tariffa e della "bolletta" media praticata ad un'ipotetica utenza domestica con consumo medio annuo pari a 150m3.

In particolare si intende porre a confronto e descrivere:

- l'evoluzione tariffaria prevista sulla base dell'evoluzione del moltiplicatore tariffario riflesso nell'attuale PEF *stand alone* di Acque Vicentine con l'evoluzione attesa a seguito del perfezionamento della Fusione (parte della tabella relativa al "Soggetto Aggregato");
- l'evoluzione tariffaria prevista sulla base dell'evoluzione del moltiplicatore tariffario riflesso nell'attuale piano Stand Alone di Alto Vicentino Servizi con l'evoluzione attesa a seguito del perfezionamento della Fusione (parte della tabella, "Soggetto Aggregato");
- l'evoluzione tariffaria prevista sulla base dell'evoluzione del moltiplicatore tariffario riflesso nell'attuale piano del Soggetto Aggregato.

Confronto "bollette" per utenza con consumi 150 m3 (€)												
Consumo: 150 m3	**2015**	**2016**	**2017**	**2018**	**2019**	**2020**	**2021**	**2022**	**2023**	**2024**	**2025**	**2026**
Acque Vicentine	308,9	327,4	343,2	362,7	330,0	315,0	317,4	318,5	345,6	313,3	339,9	344,0
Tariffa €m3 (con IVA 10%)	2,06	2,18	2,29	2,42	2,20	2,10	2,12	2,12	2,30	2,09	2,27	2,29
Alto Vicentino Servizi	294,6	296,8	298,6	300,4	325,0	285,3	304,6	300,0	301,6	299,9	305,8	310,4
Tariffa €m3 (con IVA 10%)	1,96	1,98	1,99	2,00	2,17	1,90	2,03	2,00	2,01	2,00	2,04	2,07
Soggetto Aggregato	301,9	313,2	322,6	335,5	327,0	302,1	302,3	300,1	327,1	297,8	324,1	312,0
Tariffa €m3 (con IVA 10%)	2,01	2,09	2,15	2,24	2,18	2,01	2,02	2,00	2,18	1,99	2,16	2,08

Si precisa a tal riguardo che la predetta evoluzione tariffaria post-Fusione e i relativi impatti sulle utenze attualmente servite da Acque Vicentine e Alto Vicentino Servizi attengono ad elementi successivi al perfezionamento dell'Operazione (sono più propriamente un effetto stesso della Fusione).

Ciò premesso, si segnala che nella generalità delle operazioni di fusione ai fini valutativi e della stima del rapporto di concambio si fa riferimento in via del tutto principale alle risultanze delle analisi condotte considerando le società oggetto di aggregazione in ottica *stand alone*, ovvero sulla base della configurazione corrente e delle prospettive future delle società partecipanti alla fusione autonomamente considerate, senza tener conto delle potenziali sinergie attese per effetto dalla fusione e più in generale prescindendo dall'evoluzione delle grandezze caratterizzanti il soggetto derivante dall'aggregazione a seguito del perfezionamento dell'operazione stessa. Questo in quanto:

- la quantificazione delle sinergie e degli altri parametri prospettici post-fusione viene effettuata sulla base di ipotesi e stime, rappresentando pertanto nella generalità dei casi dei "valori potenziali" che in quanto tali difficilmente si prestano ad 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);
- una volta stimati i "pesi %" relativi delle società sulla base delle valutazioni *stand alone*, si assume che le stesse contribuiscano al realizzo delle sinergie attese sulla base dei medesimi "pesi %" precitati, assumendo pertanto una situazione di simmetria e proporzionalità in capo agli azionisti delle società coinvolte nella fusione nella direzione dell'accrescimento di valore delle proprie partecipazioni post-fusione (in caso di sinergie positive attese; o di proporzionalità nella riduzione del valore delle proprie partecipazioni in caso di dissinergie).

In relazione a quanto sopra, nel caso dell'Operazione in specie si sottolinea che:

- l'evoluzione tariffaria post-Fusione, in precedenza descritta 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 predetto 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.

Ciò premesso, considerata:

- 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); e
- i predetti 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 ritenuto di produrre alcune simulazione aggiuntive 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 alla tariffe prospettiche praticabili dal Soggetto Aggregato.

Le risultanze delle predette simulazioni sono state quindi assunte quali elementi di riferimento ai fini della stima di una potenziale "compensazione di valore" da riconoscere agli azionisti-utenti di AVS in considerazione del graduale futuro aumento tariffario atteso a cui gli stessi saranno interessati.

Nello specifico, sono stati prodotti due esercizi di simulazione aggiuntivi, andando a stimare il potenziale impatto sulla valorizzazione teorica di Alto Vicentino Servizi:

- Simulazione n.1: riflette un'ipotesi di allineamento *tout court* della tariffa implicita nel PEF *stand alone* di Alto Vicentino Servizi alla tariffa media "ponderata" implicita nel PEF 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.

- Simulazione n.2: riflette un'ipotesi di allineamento delle tariffe praticate all'utenza domestica riflesse nel PEF *stand alone* di AVS alle tariffe medie implicite nel PEF del Soggetto Aggregato per le medesima tipologia di utenza.

Le simulazioni sopra descritte hanno portato alla stime delle seguenti valorizzazioni teoriche di Alto Vicentino Servizi (poste a confronto con il relativo valore stimato in ottica *stand alone*):

Valorizzazione Alto Vicentino Servizi			
€ mln	**Scenario**		
AVS	**Stand Alone**	**Simulazione n.1**	**Simulazione n.2**
Equity Value	14,9	19,4	16,4

Le predette valorizzazioni di Alto Vicentino Servizi sono state quindi poste a confronto con la stima di valore di Acque Vicentine condotta in ottica *stand alone*, giungendo alle risultanze di seguito rappresentate:

Pesi relativi delle Società nell'ambito dell'Aggregazione			
AVS	**Stand Alone**	**Simulazione n.1**	**Simulazione n.2**
Equity Value	14,9	19,4	16,4
AVI	**Stand Alone**	**Stand Alone**	
Equity Value	19,4	19,4	19,4
Peso %			
AVS	43,4%	50%	46%
AVI	56,6%	50%	54%

In sintesi, il confronto tra la valutazione di Acque Vicentine condotto in ottica *stand alone* e le valorizzazioni di Alto Vicentino Servizi derivate dagli esercizi di Simulazione n.1 e n. 2 ha portato alla stima di un "range di pesi" delle due Società che ricade nell'ambito dei seguenti intervalli:

- Acque Vicentine: tra il 50% e il 54%, come indicato nella precedente tabella;

- Alto Vicentino Servizi: tra il 46% e il 50%, come indicato nella precedente tabella.

3.2.5 Valorizzazione teorica del Soggetto Aggregato

Al fine di disporre di ulteriori elementi di riferimento, nell'ambito delle analisi condotte è stata altresì predisposta una stima del valore attribuibile al capitale della Società Risultante dalla Fusione.

La valorizzazione della Società Risultante dalla Fusione è stata condotta secondo la medesima metodologia adottata per la valutazione delle Società in ottica *stand alone* (metodo DCF unlevered), anche al fine di poter apprezzare l'impatto delle sinergie teoriche sul valore aziendale.

Si è andati a tal fine a considerare il Piano Aggregato AVI - AVS già richiamato al precedente paragrafo 3.2.4, 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;
- peraltro, 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.

Muovendo da quanto sopra, la valutazione del Soggetto Aggregato condotta con la metodologia DCF ha portato ad una stima di valore pari ad Euro 37,4 mln.

Il maggior valore del Soggetto Aggregato rispetto alla somma dei valori delle due Società *stand alone* risulta quindi - in ottica prettamente 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*).

3.2.6 Determinazione del Rapporto di Concambio

Ai fini della determinazione del Rapporto di Concambio, i Consigli di Amministrazione delle Società hanno ritenuto di procedere tenendo conto delle risultanze di valore derivanti dalle Simulazioni n.1 e n.2 in precedenza descritte, muovendo pertanto dai risultati riflessi dalle stime condotte in ottica puramente *stand alone* e facendo proprie le Considerazioni Aggiuntive descritte al precedente paragrafo 3.2.4.

In altri termini, stante la specificità dell'Operazione e gli impatti asimmetrici derivanti dal processo di convergenza tariffaria in capo alle utenze attualmente servite da Acque Vicentine e Alto Vicentino Servizi, è stato ritenuto congruo riconoscere una "compensazione di valore" agli azionisti di AVS (che, stante la natura *in house* delle Società, rappresentano direttamente l'utenza servita) in considerazione del futuro graduale aumento tariffario atteso a cui la predetta utenza risulterà interessata (non riflesso nel valore azionario della società su base *stand alone*).

Ciò premesso, è stato altresì considerato che eventuali diluizioni nella quota di capitale di pertinenza di Acque Vicentine nel Soggetto Aggregato, potrebbero - qualora rilevanti rispetto ai "pesi" stimati su base *stand alone* – portare una riduzione del valore azionario oggi di pertinenza degli azionisti di Acque Vicentine, stimato in Euro 19,4 mln (come indicato al precedente paragrafo 3.2.3).

Muovendo quindi:

- dalla stima del valore di Acque Vicentine in ottica stand alone, pari ad Euro 19,4 mln;
- alla valorizzazione stimata del Soggetto Aggregato post-Fusione, pari ad Euro 37,4 mln (come indicato al precedente paragrafo 3.2.5);

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, come delineato al precedente paragrafo 3.2.4.; 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	×	**Euro 37,4 mln** (valorizzazione teorica del 100% del Soggetto Aggregato post-Fusione)

Risolvendo il predetto calcolo, 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).

Sulla base di quanto sopra, è stato derivato un peso attribuito alle Società Partecipanti alla Fusione pari rispettivamente al 52% (Acque Vicentine) e 48% (Alto Vicentino Servizi).

La misura dei predetti pesi % (52% vs 48%):

- porta al riconoscimento di una "compensazione di valore" (premio) agli azionisti di Alto Vicentino Servizi (in considerazione del graduale aumento tariffario a cui sarà interessata l'utenza che gli stessi rappresentano, per effetto del processo di convergenza verso la "tariffa unica") che si riflette in un aumento della misura % di interessenza nel capitale del Soggetto Aggregato di

pertinenza di AVS pari a circa +4,5 punti percentuali (+4,5%) rispetto ai pesi stimati in ottica puramente stand alone (i.e. 48% vs 43,4%);

- permette agli azionisti di Acque Vicentine di non subire per effetto dell'Operazione alcuna riduzione in termini di valore azionario atteso, stante la formula di equivalenza in precedenza illustrata a valere sulla valorizzazione stimata del Soggetto Aggregato (fermo restando in ogni caso i benefici attesi in capo all'utenza AVI derivanti dal processo di convergenza verso la "tariffa unica").

Tutto ciò premesso e considerato, i Consigli di Amministrazione delle Società Partecipanti alla Fusione hanno determinato il peso % delle Società Partecipanti alla Fusione nel capitale della Società Risultante dalla Fusione nella misura in precedenza indicata (52,0% Acque Vicentine; 48,0% Alto Vicentino Servizi).

Il Rapporto di Concambio è stato conseguentemente calcolato in termini di:

— *numero di azioni di Alto Vicentino Servizi per ogni azione di Acque Vicentine*

applicando la seguente formula di calcolo:

$$\textbf{Rapporto di Concambio} = \frac{\text{Peso \% riconosciuto ad AVS}}{\text{Peso \% riconosciuto ad AVI}} \times \frac{\text{Numero di azioni ordinarie AVI}}{\text{Numero di azioni ordinarie AVS}}$$

da cui, in cifre:

$$\textbf{0,0498} = \frac{48\%}{52\%} \times \frac{116.900}{2.167.227}$$

ovvero, 1 azione di Acque Vicentine ogni 20,08 azioni di Alto Vicentino Servizi (1/0,0498)

I Consigli di Amministrazione delle Società Partecipanti alla Fusione hanno quindi determinato il Rapporto di Concambio azionario nella seguente misura:

— n.1 azioni ordinarie della Società Incorporante di nominali Euro 50,00 ciascuna per ogni n. 20,08 azioni ordinarie della Società Incorporanda.

Non sono previsti conguagli in denaro.

4. MODALITA' DI ASSEGNAZIONE DELLE AZIONI DI NUOVA EMISSIONE DELLA SOCIETA' INCORPORANTE E DATA DI GODIMENTO DELLE STESSE

4.1 Modalità di assegnazione delle azioni

In conseguenza della Fusione, la Società Incorporante assegnerà agli azionisti di Alto Vicentino Servizi n. [107.928] azioni ordinarie con valore nominale pari ad Euro [50,00] destinate al concambio con le azioni di Alto Vicentino Servizi, in ragione di n. [20,08] azioni ordinarie di Alto Vicentino Servizi ogni n. 1 azione ordinaria di Acque Vicentine.

Pertanto, in esito alla Fusione, con decorrenza dall'efficacia giuridica della stessa, si procederà contestualmente alle seguenti operazioni:

- annullamento delle azioni di Alto Vicentino Servizi S.p.A.;
- aumento del capitale sociale di Acque Vicentine S.p.A. per un importo di Euro [5.396.400,00] e assegnazione delle azioni di nuova emissione ai soci di Alto Vicentino Servizi S.p.A., proporzionalmente alle partecipazione che detenevano in quest'ultima.

In funzione dell'aumento di capitale sociale sopra indicato, nell'Allegato "C" sono riportate le quote di partecipazione che gli attuali azionisti di Acque Vicentine e di Alto Vicentino Servizi avranno in Acque Vicentine S.p.A. post fusione.

4.2 Data a decorrere dalla quale le azioni di nuova emissione al servizio del concambio parteciperanno agli utili

Le nuove azioni emesse nell'ambito dell'aumento di capitale di Acque Vicentine nelle more della Fusione per incorporazione di Alto Vicentino Servizi, parteciperanno agli utili della Società Incorporante a decorrere dal primo giorno dell'esercizio in corso al momento dell'ultima delle iscrizioni dell'atto di fusione previste dall'art. 2504-*bis* del Codice Civile.

5. DATA A DECORRERE DALLA QUALE LE OPERAZIONI DELLE SOCIETA' PARTECIPANTI ALLA FUSIONE SONO IMPUTATE, ANCHE AI FINI FISCALI, AL BILANCIO DELLA SOCIETA' INCORPORANTE

Gli effetti reali della Fusione decorreranno dalla data indicata nell'Atto di Fusione, che potrà anche essere successiva a quella dell'ultima delle iscrizioni previste dall'art. 2504-*bis* Cod. Civ.

Le operazioni della Società Incorporanda saranno imputate al bilancio della Società Incorporante e gli effetti della Fusione ai fini delle imposte sui redditi saranno riferiti alla Società Incorporante stessa a decorrere dal primo giorno dell'anno in cui viene data attuazione alla fusione.

6. TRATTAMENTO RISERVATO A PARTICOLARI CATEGORIE D SOCI E VANTAGGI PARTICOLARI EVENTUALMENTE PROPOSTI A FAVORE DEGLI AMMINISTRATORI DELLE SOCIETA' PARTECIPANT ALLA FUSIONE

Non sono previsti trattamenti riservati a particolari categorie di soci.

Non sono previsti vantaggi particolari a favore dei soggetti ai quali compete l'amministrazione delle Società partecipanti alla Fusione.

7. RIFLESSI TRIBUTARI SULLE SOCIETA' PARTECIPANTI ALLA FUSIONE

Neutralità fiscale

Le operazioni di fusione sono regolate, dal punto di vista fiscale, dall'art. 172 del Testo Unico delle Imposte sui Redditi, approvato con D.P.R. 22 dicembre 1986 n. 917 e successive modifiche ("Tuir").

In termini generali, la normativa prevede un regime di neutralità fiscale dell'operazione di fusione, non originandosi alcuna ipotesi né di realizzo né di distribuzione della Società Incorporanda. Ne discende che i valori fiscalmente riconosciuti per i beni della Società Incorporanda sono mantenuti in capo alla Società Incorporante, indifferentemente dalla valorizzazione dei beni stessi nel bilancio della società risultante dalla Fusione.

Differenze da Fusione

La Fusione, comportando l'unificazione dei patrimoni delle società partecipanti all'operazione, può far sorgere la necessità di iscrivere specifiche poste volte a realizzare l'equilibrio contabile tra i valori dell'attivo e quelli del passivo: avanzo e disavanzo di fusione.

Dal punto di vista fiscale, l'eventuale avanzo da fusione non assume rilevanza fiscale in capo alla incorporante; lo stesso entrerà a far parte del patrimonio netto della Società Incorporante, mantenendo pro-quota la stessa natura fiscale del patrimonio netto ante Fusione della Società Incorporanda.

Con riferimento al disavanzo da fusione, neanche in tal caso i maggiori valori iscritti nel bilancio della Società Incorporante per effetto dell'eventuale imputazione del disavanzo assumono rilevanza fiscale; i beni ricevuti sono valutati fiscalmente in base all'ultimo valore riconosciuto ai fini delle imposte sui redditi in capo alla Società Incorporanda, facendo risultare da apposito prospetto di riconciliazione della dichiarazione dei redditi i dati esposti in bilancio ed i valori fiscalmente riconosciuti.

Data di effetto fiscale

Ai fini contabili e fiscali, considerata la coincidenza degli esercizi sociali delle società partecipanti alla Fusione con l'anno solare, gli effetti dell'Operazione saranno fatti retroagire al 1° gennaio dell'anno nel quale avrà effetto la fusione.

Imposte indirette

La fusione costituisce un'operazione esclusa dall'ambito applicativo dell'IVA ai sensi dell'art. 2, comma 3, lettera f) del DPR 633/72; secondo tale norma non sono considerate cessioni rilevanti ai fini IVA i passaggi di beni in dipendenze di fusioni di società.

Ai fini dell'Imposta di Registro, l'Atto di Fusione è soggetto ad imposta fissa nella misura di Euro 200,00 ai sensi dell'art. 4, lett. b, Tariffa parte I, D.P.R. 131 del 26 aprile 1986.

*****

Allegato A: Progetto di Fusione, con accluso il nuovo Statuto della Società Incorporante

Allegato B: Modello di Convenzione

Allegato C: Quote di partecipazione al capitale della Società risultante dalla Fusione

Acque Vicentine S.p.A.

Il Presidente del Consiglio di Amministrazione

Angelo Guzzo

