

**Dott. Maurizio Campana**



**RELAZIONE DELL'ESPERTO  
EX ART.2501 SEXIES C.C.  
sul RAPPORTO DI CAMBIO indicato  
nel PROGETTO DI FUSIONE PER INCORPORAZIONE  
in VIACQUA S.P.A.  
di SOCIETA' IMPIANTI BERICO TESINA S.r.l.  
e di SOCIETA' IMPIANTI BERICO TESINA ACQUA S.r.l.**

Maurizio Campana  
Vicenza, 14 marzo 2019



Ai Soci di  
Società Impianti Berico Tesina Srl

Ai Soci di  
Società Impianti Berico Tesina Acqua Srl

Ai Soci di  
Viacqua Spa

La presente relazione ha lo scopo di fornire ai Soci idonee informazioni sul rapporto di cambio e sul mio giudizio sull'adeguatezza del metodo di valutazione utilizzato.

Si struttura come segue:

1 - Motivo, oggetto e natura dell'incarico	pag. 3
2 - Natura e portata della presente relazione	pag. 4
3 - La prospettata operazione di fusione	pag. 5
4 - Il quadro normativo, gli interessi tutelati e gli obblighi imposti all'esperto	pag. 9
5 - La documentazione utilizzata per lo svolgimento dell'incarico	pag.12
6 - Metodologia di valutazione adottata dagli organi amministrativi per la determinazione del rapporto di cambio	pag.14
7 - Le difficoltà di valutazione incontrate dagli organi amministrativi	pag.20
8 - I risultati emersi dalla valutazione effettuata dagli organi amministrativi	pag.22
9 - Il lavoro svolto	pag.26
10 - L'adeguatezza del metodo di valutazione utilizzato e la validità delle stime ottenute	pag.27
11 - Conclusioni	pag.30



**1 - MOTIVO, OGGETTO E NATURA DELL'INCARICO**

Il 4 febbraio 2019, i legali rappresentanti di:

- **Società Impianti Berico Tesina S.r.l.**, società a responsabilità limitata con sede legale in Piazza Umberto I n. 1 Camisano Vicentino (VI), Iscrizione al Registro Imprese di Vicenza, Codice Fiscale e Partita Iva 01700510249 - REA VI 277152 (di seguito anche *Sibet S.r.l.*),
- **Società Impianti Berico Tesina Acqua S.r.l.**, società a responsabilità limitata con sede legale in Via Roma n. 174 Torri di Quartesolo (VI), Iscrizione al Registro Imprese di Vicenza, Codice Fiscale e Partita Iva 03709960243 - REA VI 347398 (di seguito anche *Sibet Acqua S.r.l.*),
- **Viacqua S.p.A.**, società per azioni con sede legale in Viale dell'Industria n. 23 Vicenza (VI), Iscrizione al Registro Imprese di Vicenza, Codice Fiscale e Partita Iva 03196760247 - REA VI 306449

hanno presentato ricorso affinché il Tribunale di Vicenza nominasse un esperto comune per la redazione, a norma dell'art. 2501 sexies c.c., della relazione sulla congruità del rapporto di cambio (di seguito anche *l'incarico*) nella prospettata operazione di fusione per incorporazione (di seguito anche *la Fusione*) delle società *Sibet S.r.l.* e *Sibet Acqua S.r.l.* (incorporande) in *Viacqua S.p.A.* (incorporante).

Con decreto del 7 febbraio 2019, depositato in Cancelleria il 20 febbraio 2019, il Tribunale di Vicenza ha designato quale esperto comune il sottoscritto Maurizio Campana, iscritto all'Ordine dei Dottori Commercialisti ed Esperti Contabili di Vicenza al nr. 476 sezione A, nonché al Registro dei Revisori Contabili al nr. 112937 pubblicato nella Gazzetta Ufficiale n.14 del 18 febbraio 2000.



A tal fine ho ricevuto da ciascuna delle tre società: (i) il progetto di fusione per incorporazione (di seguito anche il *Progetto di Fusione*) redatto dagli organi amministrativi in data 19 dicembre 2018, già depositato presso la sede legale delle società coinvolte ed iscritto presso il competente Registro delle Imprese di Vicenza (data iscrizione 1 febbraio 2019), (ii) la Relazione degli amministratori che indica, illustra e giustifica, ai sensi dell'articolo 2501 quinquies del Codice Civile, il rapporto di cambio, nonché (iii) le situazioni patrimoniali, previste dall'articolo 2501 quater del Codice Civile, aggiornate alla data del 30 settembre 2018.

Il Progetto di Fusione sarà sottoposto all'approvazione delle assemblee dei Soci delle tre società, le quali saranno convocate dai rispettivi organi amministrativi una volta che i consigli comunali dei comuni Soci avranno autorizzato i sindaci pro-tempore o chi per essi ad intervenire al fine di dare efficacia giuridica al percorso di fusione delineato.

## **2 - NATURA E PORTATA DELLA PRESENTE RELAZIONE**

Al fine di fornire ai Soci idonee informazioni sul rapporto di cambio, la presente relazione indica i metodi seguiti dagli organi amministrativi delle tre società per la sua determinazione; essa contiene, inoltre, la valutazione sull'adeguatezza dell'adozione di tali metodi, sotto il profilo della loro ragionevolezza e non arbitrarietà, sull'importanza relativa attribuita dagli organi amministrativi delle società a ciascuno di essi e sulla loro corretta applicazione.

Nell'esaminare i criteri di valutazione adottati dagli organi amministrativi delle società, anche sulla base delle indicazioni fornite dal dott. Cristiano Eberle di Schio (di seguito anche l'Advisor), non ho effettuato una



valutazione economica delle società coinvolte nell'operazione di Fusione. Tali valutazioni sono state svolte dagli organi amministrativi delle tre società e dall'Advisor incaricato.

Le procedure descritte nella presente relazione sono state effettuate al solo scopo di esprimere un giudizio sui metodi di valutazione adottati dagli organi amministrativi delle società per determinare il rapporto di cambio e pertanto:

- non hanno alcuna validità per finalità diverse,
- non costituiscono in alcun modo una valutazione di merito sull'opportunità dell'operazione di Fusione, né sulle motivazioni della stessa espresse dagli organi amministrativi.

### **3 – LA PROSPETTATA OPERAZIONE DI FUSIONE**

L'operazione che le società intendono attuare si realizza tramite l'incorporazione delle società Sibat S.r.l. e Sibat Acqua S.r.l. in Viacqua S.p.A..

**Società Impianti Berico Tesina S.r.l. (Sibat S.r.l.)** è stata costituita con atto del 24 novembre 1993 e chiude il proprio esercizio sociale al 31 dicembre di ogni anno. La società presenta un capitale sociale sottoscritto ed interamente versato pari ad Euro 367.070,00, suddiviso in 6 quote possedute da altrettanti comuni della provincia di Vicenza. La società ha per oggetto sociale "1. la costruzione, gestione e manutenzione di impianti fognari, di depurazione e di rigenerazione dell'acqua; 2. l'esercizio di servizi di captazione, adduzione, distribuzione, erogazione di acqua, fognatura, depurazione e rigenerazione delle acque reflue; 3. l'effettuazione e/o la promozione di studi di fattibilità degli impianti fognari, di depurazione e dei servizi attinenti il ciclo idrico integrato, nonché l'organizzazione di iniziative per il miglioramento in termini di



economicità, efficienza ed efficacia degli stessi; 4. la raccolta e l'elaborazione dei dati concernenti gli stessi impianti e servizi. [...]"

**Società Impianti Berico Tesina Acqua S.r.l. (Sibet Acqua S.r.l.)** è stata costituita con atto del 15 luglio 2011 e chiude il proprio esercizio sociale al 31 dicembre di ogni anno. La società presenta un capitale sociale sottoscritto ed interamente versato pari ad Euro 10.000,00 suddiviso in 6 quote, possedute da altrettanti comuni della provincia di Vicenza. La società ha per oggetto sociale "1. la costruzione, gestione e manutenzione di acquedotti e di reti ed impianti di captazione, adduzione, distribuzione ed erogazione di acqua; 2. l'esercizio di servizi di captazione, adduzione, distribuzione, erogazione di acqua; 3. l'effettuazione e/o la promozione di studi di fattibilità degli impianti di captazione, adduzione, distribuzione, erogazione di acqua nonché l'organizzazione di iniziative per il miglioramento in termini di economicità, efficienza ed efficacia degli stessi; 4. la raccolta e l'elaborazione dei dati concernenti gli stessi impianti e servizi; [...]"

**Viacqua S.p.A.** è stata costituita in data 14 dicembre 2004 e chiude il proprio esercizio sociale il 31 dicembre di ogni anno. La società presenta un capitale sociale sottoscritto pari ad Euro 11.241.400,00 suddiviso in n. 224.828 azioni, con valore unitario pari a Euro 50,00, possedute da 68 comuni della provincia di Vicenza. L'oggetto sociale della società incorporante risulta "la gestione dei servizi pubblici locali a rilevanza economica, attività ad essi complementari ed opere e lavori connessi ai sensi di legge. In particolare, la società ha per oggetto "1. la gestione del servizio idrico integrato così come definito dalle normative vigenti; 2. la programmazione, la progettazione e la gestione, in concessione o in affidamento diretto, tramite la stipula di apposite convenzioni, dei servizi di raccolta, trasporto, trattamento e distribuzione di risorse idriche, anche



*funzionali alla produzione di energia elettrica, di servizi di fognatura, collettamento e depurazione delle acque reflue e/o meteoriche; [...]"*

I comuni Soci delle tre società, tutti comuni della Provincia di Vicenza, ricadono 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 sovrintendere al ciclo integrato dell'acqua per il territorio di propria competenza

Le tre società non hanno alcun rapporto di partecipazione reciproca e operano in qualità di società di gestione o titolari degli impianti, delle infrastrutture e delle reti funzionali all'erogazione del servizio.

Viacqua S.p.A. è attiva come gestore in house (quindi svolge il servizio nel territorio dei comuni che ne detengono il capitale sociale e che svolgono su di essa il cosiddetto "controllo analogo", mediante l'assemblea di coordinamento degli enti locali soci, coerentemente con quanto previsto dalla normativa europea) nel settore del Servizio Idrico Integrato, in regime di tariffe amministrate per quanto riguarda le attività di servizi di acquedotto, fognatura e depurazione dei reflui civili ed industriali, regolazione del servizio. I comuni soci di Sibet S.r.l. e di Sibet Acqua S.r.l. sono anche già soci di Viacqua.

Sibet S.r.l e Sibet Acqua S.r.l., società incorporande, rientrano nella categoria delle cosiddette "società pubbliche patrimoniali" ex art. 113 T.U.EE.LL., in quanto posseggono, a titolo di proprietà, un importante patrimonio composto da impianti di depurazione, fognatura e da condotte idriche sul territorio. Tali dotazioni, che rientrano nel patrimonio demaniale/non disponibile, sono già attualmente messe a disposizione, in forza di legge, alla società incorporante Viacqua S.p.A., quale gestore unico del Servizio Idrico Integrato.



La prospettata fusione si colloca nell'ambito dell'auspicato percorso di riorganizzazione e razionalizzazione delle partecipazioni societarie detenute dalle pubbliche amministrazioni – anche locali – intrapreso dal nostro legislatore già da qualche tempo. Infatti, nel corso degli ultimi anni si sono susseguiti interventi normativi che hanno tentato di attuare concrete misure rientranti nella cosiddetta *spending review*, ovvero nella più corretta e razionale gestione della *res pubblica*, in un'ottica di concreta riduzione degli oneri di sistema.

A partire dalla Legge di Stabilità per l'esercizio finanziario 2015, è stato posto l'accento sulle società partecipate pubbliche che, sulla scorta del cosiddetto "Piano Cottarelli", gravano passivamente sui bilanci degli Enti Pubblici locali soci. Con l'obiettivo di ottenere un maggiore efficientamento della gestione pubblica, e soprattutto per evitare che eventuali perdite registrate dalle società partecipate condizionino i bilanci degli enti pubblici soci, ricadendo quindi sulla collettività, il legislatore ha ritenuto apprezzabili anche, e soprattutto, le aggregazioni tra società partecipate. Successivamente, il legislatore ha adottato taluni interventi normativi (ad esempio, L. 124/2015 - D. Lgs. 175/2016 e ss.mm.ii.) che si caratterizzano per la volontà di raggiungere obiettivi di qualità, efficacia ed economicità del sistema. Per quanto riferito nello specifico alle società a partecipazione pubblica, sono visti con favore gli interventi per la riduzione dell'entità e del numero delle partecipazioni societarie detenute dagli enti pubblici anche attraverso processi di aggregazione tra soggetti societari con caratteristiche simili, pur se indirette, o comunque appartenenti al medesimo contesto pseudo-produttivo.





#### **4 – IL QUADRO NORMATIVO, GLI INTERESSI TUTELATI E GLI OBBLIGHI IMPOSTI ALL'ESPERTO**

Il 19 dicembre 2018 gli organi amministrativi delle tre società hanno condiviso il progetto di fusione che sarà sottoposto, ai sensi dell'art. 2502 c.c., all'approvazione delle assemblee delle società partecipanti alla Fusione, di prossima convocazione e ciò solo a seguito dell'autorizzazione da parte dei consigli comunali dei comuni Soci a favore dei sindaci pro-tempore, o di chi per essi, ad intervenire nelle opportune sedi al fine di dare efficacia giuridica al percorso di fusione prospettato.

Gli organi amministrativi delle tre società partecipanti alla fusione hanno approvato:

- le situazioni patrimoniali ex art. 2501 quater c.c. alla data del 30 settembre 2018;
- il Progetto di Fusione redatto ai sensi dell'art. 2501 ter c.c.; detto Progetto è stato approvato (i) con delibera del 6 dicembre 2018 da parte dell'organo amministrativo di Viacqua Spa, (ii) con determina del 19 dicembre 2018 da parte dell'amministratore unico di Sibet S.r.l. e (iii) con determina del 18 dicembre 2018 da parte dell'amministratore unico di Sibet Acqua S.r.l.;
- la relazione illustrativa degli organi amministrativi al Progetto di Fusione di cui all'art. 2501 quinquies c.c..

La prospettata operazione di Fusione:

- comporterà, per la società incorporante, il subentro a titolo universale in tutte le attività e passività, come diritti ed obblighi, delle due società incorporande;
- richiederà un aumento del capitale sociale della società incorporante a servizio della operazione di Fusione per Euro 337.150,00 (n. 6.743 azioni di



valore unitario pari ad Euro 50,00) che sarà riservato ai soci delle due società incorporande sulla base del rapporto di cambio di cui scriverò nel prosieguo;

- l'unica modifica che sarà apportata allo statuto sociale di Viacqua S.p.A. riguarderà il capitale sociale, che dovrà essere adeguato a seguito dell'aumento da deliberare, come appena accennato.

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 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).

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";
- "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.



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 dai medesimi affrontate.

In particolare, essa contiene la mia analisi 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 tre società partecipanti alla Fusione e dall'Advisor dagli stessi incaricato.

Va da sé 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.

## **5 – LA DOCUMENTAZIONE UTILIZZATA PER LO SVOLGIMENTO DELL'INCARICO**

Nello svolgimento del mio lavoro ho ottenuto dalle tre società coinvolte i documenti e le informazioni ritenuti utili. In particolare, sono stati acquisiti ed analizzati i seguenti documenti:

- gli statuti vigenti delle tre società;
- il Progetto di Fusione redatto ai sensi dell'art. 2501 ter c.c., che propone un aumento del capitale sociale della società incorporante a servizio della operazione di fusione per Euro 337.150,00;



- la relazione illustrativa degli organi amministrativi al Progetto di Fusione di cui all'art. 2501 quinquies c.c.;
- le situazioni patrimoniali delle società ex art. 2501 quater c.c. alla data del 30 settembre 2018;
- estratti dei verbali, se del caso, degli organi amministrativi che hanno approvato il progetto di fusione, la relazione sul progetto di fusione, la situazione patrimoniale al 30 settembre 2018;
- visure camerali di evasione del deposito al Registro Imprese di Vicenza del progetto di fusione per le tre società;
- i bilanci di esercizio delle società al 31 dicembre 2016 e 2017, corredati dalle relazioni dell'organo di controllo ove nominato;
- visure camerali aggiornate relative alle tre società;
- convenzione dell'A.T.O. Bacchiglione con il gestore Viacqua S.p.A.;
- determinazioni dell'A.T.O. Bacchiglione relative all'algoritmo tariffario del gestore Viacqua S.p.A.;
- piano economico finanziario 2019 – 2026 di Viacqua S.p.A.;
- elaborazioni svolte dall'Advisor in collaborazione con gli organi delle società coinvolte nella fusione in relazione alle differenze dei flussi finanziari in capo alla società incorporante ante e post fusione;
- altre informazioni contabili, extracontabili e gestionali ritenute utili ai fini della presente relazione.

Ho inoltre ottenuto attestazione che, per quanto a conoscenza degli organi amministrativi delle società, non sono intervenute modifiche significative ai dati ed alle informazioni presi in considerazione nello svolgimento delle mie analisi.



## **6 – METODOLOGIA DI VALUTAZIONE ADOTTATA DAGLI ORGANI AMMINISTRATIVI PER LA DETERMINAZIONE DEL RAPPORTO DI CAMBIO**

### **6.1 Premessa**

Gli organi amministrativi hanno ritenuto appropriato individuare metodi di valutazione che, oltre ad avere consolidate basi dottrinali ed applicative, consentano di valutare in modo omogeneo le società interessate dalla Fusione. Secondo la normale prassi il presupposto fondamentale per l'ottenimento di valori significativi e comparabili ai fini di operazioni di fusione è infatti l'omogeneità e la confrontabilità dei metodi applicati, compatibilmente con le peculiari caratteristiche delle società oggetto di valutazione. Pertanto, le valutazioni sono state effettuate dagli organi amministrativi, avuto riguardo anche alle indicazioni dell'Advisor, con l'ottica di esprimere una stima comparativa dei valori delle società coinvolte e dando preminenza, nelle rispettive valutazioni, all'omogeneità e alla comparabilità dei metodi adottati rispetto alla determinazione del valore assoluto delle società. Come indicato dagli organi amministrativi, tali valutazioni sono quindi unicamente intese in termini relativi e con esclusivo riferimento alla Fusione. In particolare, i metodi di valutazione adottati dagli organi amministrativi ed i valori conseguenti all'applicazione degli stessi sono stati individuati al solo scopo di indicare un intervallo per il rapporto di cambio ritenuto congruo ai fini della Fusione. In nessun caso le valutazioni espresse dagli organi amministrativi sono da considerarsi quali possibili indicazioni di prezzo di mercato o di valore attuale o prospettico in un contesto diverso da quello riferito alla Fusione.



### **6.2 Scelta dei metodi e criteri di valutazione**

Nella fusione tra società, l'obiettivo della valutazione è la determinazione dei valori relativi dei capitali economici e del conseguente rapporto di cambio, cioè della proporzione fra il numero delle azioni/quote della/delle società incorporanda/incorporande ed il numero delle azioni/quote che l'incorporante assegna ai soci della/delle incorporanda/incorporande. Lo scopo principale delle valutazioni delle società interessate da fusioni, quindi, più che la stima dei valori assoluti del capitale economico, è rappresentato dall'ottenimento di valori relativi raffrontabili ai fini della determinazione del rapporto di cambio. Le società oggetto dell'operazione devono pertanto essere valutate con criteri omogenei, in modo che i risultati delle analisi valutative siano pienamente confrontabili.

### **6.3 Descrizione delle metodologie utilizzate dagli organi amministrativi**

Ai fini della determinazione del valore corrente delle società, e del conseguente rapporto di cambio, gli organi amministrativi hanno optato per l'applicazione di un metodo di profilo finanziario, basato sulla comparazione degli attuali flussi tariffari in capo alla società incorporante con quelli realizzabili post operazione di fusione. Tale metodo, seppur atipico, risulta finalizzato a considerare tutte le peculiarità dell'operazione di Fusione e delle società coinvolte e consta nella definizione dell'apporto finanziario delle società nel complessivo contesto dei flussi di cassa attesi dalla società risultante dalla fusione.

Infatti, come già sopra descritto, le due società incorporande rientrano nella categoria delle "società pubbliche patrimoniali", mentre la società incorporante opera come gestore in house del Servizio Idrico Integrato. Inoltre, per quanto concerne l'incorporanda Sibat S.r.l., avendo la



medesima beneficiato di specifici contributi pubblici per la realizzazione dell'intera infrastruttura idrica in proprietà, il capitale economico della società rilevante ai fini della determinazione del rapporto di concambio è costituito quasi esclusivamente dalle attività correnti (crediti e disponibilità liquide) al netto delle passività correnti, così come risultanti dalla situazione patrimoniale di riferimento. Il valore economico della società Sibet Acqua S.r.l. è, invece, composto sia dagli apporti connessi alla variazione dell'algoritmo tariffario sia dal saldo algebrico tra attività e passività correnti.

Le società, pur presentando caratteristiche comuni, si differenziano in maniera sostanziale sotto un profilo patrimoniale, economico e finanziario. Tali difformità hanno determinato concrete conseguenze nella scelta della metodologia da utilizzare, nelle risultanze della stima dei valori correnti delle società e, conseguentemente, nella determinazione del rapporto di cambio. Tale rapporto è stato, quindi, determinato comparando gli attuali flussi tariffari in capo alla società incorporante con quelli realizzabili post operazione di fusione. I flussi finanziari così calcolati hanno richiesto una specifica attualizzazione al fine di rendere la valutazione omogenea anche sotto un profilo temporale. Conseguentemente, è stato determinato l'orizzonte temporale di riferimento ed il tasso di attualizzazione da adottare.

Per quanto concerne il primo aspetto, gli organi amministrativi delle società hanno ritenuto opportuno considerare l'intero periodo di affidamento diretto in capo alla società incorporante, e quindi fino all'anno 2026.

Il tasso di attualizzazione è stato determinato tenendo conto (i) della remunerazione prodotta da forme di investimento alternative prive di





rischio, (ii) del saggio di inflazione atteso nonché (iii) dell'incertezza legata al sistema normativo in tema di servizi pubblici locali, che mai ha brillato per stabilità e coerenza.

Di seguito, sono analizzate le singole componenti utilizzate nella determinazione del rapporto di cambio.

### **Algoritmo tariffario**

Stabilito il criterio da applicare, gli organi amministrativi hanno ritenuto che i flussi finanziari sensibili da valutare – e, successivamente, da comparare – fossero esclusivamente quelli di derivazione tariffaria, diretta ed indiretta. È stato quindi definito l'algoritmo tariffario, ante fusione, a beneficio di Viacqua S.p.A. per la sola gestione ex – Acque Vicentine (poiché i comuni soci di Sibat S.r.l. e di Sibat Acqua S.r.l. facevano tutti capo a tale gestione e in considerazione del fatto che le stesse predisposizioni tariffarie del Consiglio di Bacino dell'Ambito Bacchiglione mantengono separate le gestioni ex Acque Vicentine ed ex Alto Vicentino Servizi), che è stato aggiornato contemplando lo sviluppo delle nuove articolazioni tariffarie nell'ambito del servizio idrico, ovvero:

- Opex (operating expenditure): componente tariffaria a copertura dei costi di gestione del servizio idrico integrato;
- Capex (capital expenditure): componente tariffaria dedicata alla remunerazione degli investimenti realizzati (capitale immobilizzato);
- FoNI (fondo nuovi investimenti): componente tariffaria destinata a finanziare gli investimenti futuri del soggetto gestore;
- Valore Residuo Regolatorio: ristoro che, allo scadere dell'affidamento in essere (2026), l'eventuale gestore subentrante dovrà riconoscere alla società Viacqua S.p.A. avendo a riferimento i beni strumentali destinati al servizio non ancora interamente ammortizzati.



Al fine di rendere omogenea la valutazione anche sotto un profilo temporale, tali componenti sono state coerentemente attualizzate.

### **Tasso di attualizzazione**

Con lo scopo di identificare il reale contributo finanziario, fino all'anno 2026, delle infrastrutture idriche delle incorporande a beneficio dell'incorporata, contributo riferibile sia all'algoritmo tariffario gestorio, sia all'ipotetico valore residuo regolatorio, si è resa necessaria una specifica attualizzazione dei flussi finanziari come sopra definiti. Gli organi amministrativi si sono quindi concentrati sull'individuazione di un tasso che fosse anch'esso rispondente alle esigenze peculiari del contesto di cui trattasi.

Una prima analisi è stata effettuata considerando una mera attualizzazione finanziaria legata esclusivamente al tasso d'inflazione registrato nel periodo di formazione del Progetto di Fusione da parte delle autorità pubbliche competenti.

Gli organi amministrativi hanno al contempo ipotizzato possibili variazioni del medesimo, nel periodo in analisi e fino al 2026, sulla base della pianificazione socio - economica programmata per il nostro Paese. Infatti, risulta indubbio che, per le società in oggetto, non esiste un ordinario rischio imprenditoriale tale da incrementare il tasso di attualizzazione/capitalizzazione per adeguarlo al rapporto rischio/rendimento atteso. Risulterebbe però irragionevole non considerare che l'attuale algoritmo tariffario potrebbe subire nuove e diverse future regolamentazioni – anche normative – che potrebbero potenzialmente modificare la definizione del rapporto di concambio definito dalle società. In aggiunta, gli organi amministrativi hanno palesato la medesima perplessità anche con riferimento al valore residuo



regolatorio, in quanto il sistema normativo sui servizi pubblici locali si è contraddistinto per una precarietà legata, purtroppo, anche all'instabilità governativa che caratterizza il sistema Italia.

Alla luce di quanto sopra, le società hanno ritenuto di dover considerare il rischio di potenziale variabilità della normativa di settore, che deve essere contemplato nella definizione del rapporto di concambio concernente detta fusione e, nello specifico, nel tasso di attualizzazione.

L'ipotesi razionale definita dagli organi amministrativi evidenzia un tasso complessivo finito pari al 4%.

Le società sono giunte alla medesima conclusione anche applicando un calcolo indiretto/controprova, ovvero sommando (i) l'attuale tasso di rendimento reale di investimenti a rischio zero – al netto della componente inflattiva – alla (ii) quantificazione del rischio indotto da possibili mutamenti della piattaforma normativa di riferimento concernente sia l'algoritmo tariffario, sia il valore residuo regolatorio di subentro.

Da quanto sopra descritto è stato ottenuto il primo addendo del valore di concambio adottato.

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
DELTA VRG	-202.633	-188.523	-173.295	-157.886	-144.274	-131.057	-119.139	-108.719
DELTA VR REGOLATORIO								4.077.525
<b>TOTALE DIFFERENZIALI FC</b>	<b>-202.633</b>	<b>-188.523</b>	<b>-173.295</b>	<b>-157.886</b>	<b>-144.274</b>	<b>-131.057</b>	<b>-119.139</b>	<b>3.968.806</b>
PERIODI	1	2	3	4	5	6	7	8
FATTORE DI SCONTO 4%	0,96	0,92	0,89	0,85	0,82	0,79	0,76	0,73
<b>FLUSSI ATTUALIZZATI</b>	<b>- 194.839</b>	<b>- 174.300</b>	<b>- 154.059</b>	<b>- 134.962</b>	<b>- 118.583</b>	<b>- 108.576</b>	<b>- 90.536</b>	<b>2.899.968</b>
<b>VALORE ATTUALE FLUSSI</b>	<b>1.929.114</b>							

### Ulteriori componenti

Con lo scopo di applicare un criterio omogeneo nella sua totalità, nella definizione dei pesi ponderali del rapporto di concambio sono state altresì considerate: (i) le PFN [posizioni finanziarie nette] ove esistenti, (ii) le



consistenze consolidate di CCN [capitale circolante netto] e (iii) la liquidità secca, presenti nelle situazioni patrimoniali delle società incorporande aggiornate al 30 settembre 2018.

Nello specifico, però, sono state adottate valutazioni differenti in capo alle due società incorporande.

Per quanto concerne Sibat S.r.l., avendo la medesima beneficiato di specifici contributi pubblici per la realizzazione dell'intera infrastruttura idrica in proprietà, i cespiti produttivi della medesima non risultano "sensibili" ai fini dell'algoritmo tariffario vigente. Il capitale economico della società rilevante ai fini della determinazione del rapporto di concambio è costituito quasi esclusivamente dalle attività correnti (crediti e disponibilità liquide) al netto delle passività correnti, così come risultanti dalla situazione patrimoniale di riferimento.

Il valore economico di Sibat Acqua S.r.l. è, invece, composto sia dagli apporti connessi alla variazione dell'algoritmo tariffario sia dal saldo algebrico tra attività e passività correnti.

Esaminate le risultanze del processo valutativo assunto dagli organi amministrativi, si è quindi stabilito che (i) ai soci della società incorporante fosse assegnata una percentuale del capitale sociale pari al **97,09%**, (ii) ai soci della società incorporata Sibat S.r.l. una quota pari allo **0,09%** e (iii) ai soci della Sibat Acqua S.r.l. una quota pari al **2,82%**.

## **7 - LE DIFFICOLTA' DI VALUTAZIONE INCONTRATE DAGLI ORGANI AMMINISTRATIVI**

Gli organi amministrativi, nella relazione ex art. 2501 quinquies, hanno evidenziato talune difficoltà nell'individuazione e nell'applicazione dei metodi valutativi "comuni", che non avrebbero offerto una



rappresentazione reale ed economicamente apprezzabile dei valori attribuibili alle tre distinte società.

In particolare:

- il metodo patrimoniale si basa sulla valutazione analitica dei singoli elementi dell'attivo e del passivo patrimoniale valutati a valori correnti; alla luce della segregazione/destinazione e della obbligata "messa a disposizione" dei cespiti produttivi a beneficio del gestore unico del Servizio Idrico Integrato nel proprio ambito di competenza, gli organi amministrativi hanno ritenuto che detta metodologia non presentasse alcuna affinità valutativa nel peculiare contesto societario in esame, ciò in quanto le infrastrutture produttive e i cespiti strumentali necessari all'erogazione del servizio idrico – servizio pubblico essenziale – fattualmente, non "appartengono" ai gestori del servizio bensì al "servizio medesimo";

- il metodo reddituale contempla la comparazione dei dati reddituali generati dalle società, presupponendo che il valore attribuibile ad un'azienda sia rappresentato dal valore attuale dei redditi prospettici; ad avviso degli organi amministrativi, anche tale metodologia appare non valorizzare adeguatamente – e correttamente – gli assets delle società incorporande; inoltre, l'eventuale comparazione con la redditività dell'incorporante la quale, seppur nel contesto di tariffe amministrative, realizza, a tutti gli effetti e a differenza delle società incorporande, un'attività d'impresa, sarebbe poco coerente in punto di omogeneità valutativa;

- il metodo misto consta nella media semplice dei criteri patrimoniali e reddituali come sopra definiti; coerentemente con le medesime motivazioni sopra espresse, anche tale metodologia non è stata considerata correttamente applicabile all'operazione di cui trattasi.



Alla luce di ciò e come già sopra esplicitato, gli organi amministrativi hanno inteso adottare un metodo finanziario "adattato" al fine di renderlo coerente con le peculiarità del contesto di cui qui trattasi che, si rammenta, riguarda tre società a partecipazione interamente pubblica, delle quali due s'identificano come "società patrimoniali" ex art. 113 T.U.EE.LL. – e quindi non prettamente operative – mentre l'incorporante, peraltro beneficiaria di un affidamento diretto in house providing, esercita un'attività d'impresa quale gestore unico del Servizio Unico Integrato nel proprio territorio di riferimento.

#### **8 – I RISULTATI EMERSI DALLA VALUTAZIONE EFFETTUATA DAGLI ORGANI AMMINISTRATIVI**

Sulla base della metodologia scelta, il valore corrente assegnato alle società è stato così determinato:

- Viacqua S.p.A.: stante la peculiarità della società incorporante rispetto alle due incorporande, il valore economico della società è stato ritenuto essere pari al patrimonio netto contabile (quale somma algebrica dell'attivo e del passivo sociali) aggiornato alla data del 30 settembre 2018, così come risultante dalla situazione patrimoniale redatta con riferimento a tale data;

- Sibet Acqua S.r.l.: il valore della società è stato individuato considerando la consistenza di CCN [capitale circolante netto] e la liquidità secca presenti nella situazione patrimoniale riferita alla data del 30 settembre 2018; a detta componente è stata aggiunta la variazione conseguente all'algoritmo tariffario, già descritto nei precedenti paragrafi, per Viacqua S.p.A. (gestione ex Acque Vicentine) ante e post fusione;



- Sibet S.r.l.: il valore della società è stato determinato quale saldo algebrico tra attività e passività correnti; non è stato considerato il valore delle immobilizzazioni in quanto, come già precedentemente esplicitato, i cespiti produttivi della società risultano "insensibili" ai fini dell'algoritmo tariffario vigente.

Alla luce di ciò, è stato determinato il peso ponderale di spettanza di ciascuna società, e così è stata attribuita ai soci della società incorporante una percentuale del capitale sociale pari al 97,09%, (ii) ai soci di Sibet Acqua S.r.l. una quota pari al 2,82% e (iii) ai soci della società incorporata Sibet S.r.l. una quota pari allo 0,09%.

Coerentemente con i risultati ottenuti, è stato calcolato il numero delle azioni che la società incorporante dovrà emettere in funzione della operazione di fusione prospettata, pari a n. 6.743 di cui (i) n. 6.532 verranno assegnate ai soci di Sibet Acqua S.r.l. e (ii) n. 211 ai soci di Sibet S.r.l.. Sono stati determinati altresì minimi conguagli di denaro.

Pertanto, il rapporto di concambio, ovvero il fattore che determina quante azioni della società incorporante verranno assegnate a ciascun socio delle società incorporate in relazione alla quota detenuta da ciascuno di essi nelle medesime, è determinato per Sibet Acqua S.r.l. pari a 0,6532, mentre per quanto concerne Sibet S.r.l. si attesta a 0,00057.

Il capitale sociale di Viacqua S.p.A. post fusione risulterà composto di n. 231.571 azioni del valore unitario pari ad Euro 50,00. Il capitale sociale totale risulterà quindi pari ad Euro 11.578.550,00 e sarà così ripartito:



	Comune Socio	Capitale sociale nominale	Percentuale	N. azioni	Conguaglio in denaro
1	Vicenza	3.401.100	29,37%	68.022	
2	Schio	844.600	7,29%	16.892	
3	Valdagno	603.850	5,22%	12.077	
4	Thiene	468.650	4,05%	9.373	
5	Malo	280.300	2,42%	5.606	
6	Dueville	276.000	2,38%	5.520	
7	Cornedo Vicentino	242.650	2,10%	4.853	
8	Altavilla Vicentina	213.050	1,84%	4.261	
9	Marano Vicentino	202.250	1,75%	4.045	
10	Isola Vicentina	180.600	1,56%	3.612	
11	Breganze	178.550	1,54%	3.571	
12	Trissino	177.750	1,54%	3.555	
13	Piovene Rocchette	175.450	1,52%	3.509	
14	Caldogno	174.050	1,50%	3.481	
15	Camisano Vicentino	173.900	1,50%	3.478	30,41
16	Torri di Quartesolo	167.150	1,44%	3.343	25,98
17	Creazzo	165.900	1,43%	3.318	
18	Recoaro Terme	164.200	1,42%	3.284	
19	Sandriago	163.350	1,41%	3.267	
20	Arcugnano	152.350	1,32%	3.047	
21	Noventa Vicentina	143.450	1,24%	2.869	
22	Zugliano	139.200	1,20%	2.784	
23	Zanè	138.050	1,19%	2.761	
24	Torrebelvicino	125.150	1,08%	2.503	
25	Castelgomberto	125.150	1,08%	2.503	
26	Costabissara	123.900	1,07%	2.478	
27	Villaverla	123.000	1,06%	2.460	
28	Santorso	120.350	1,04%	2.407	
29	Sarcedo	115.250	1,00%	2.305	
30	Barbarano Mossano	105.400	0,91%	2.108	
31	Sovizzo	98.650	0,85%	1.973	
32	Grumolo delle Abbadesse	98.000	0,85%	1.960	58,50
33	Longare	94.700	0,82%	1.894	
34	Montebelluno	91.150	0,79%	1.823	





35	Fara Vicentino	86.650	0,75%	1.733	
36	Lugo di Vicenza	82.450	0,71%	1.649	
37	Valli del Pasubio	80.100	0,69%	1.602	
38	San Vito di Leguzzano	78.050	0,67%	1.561	
39	Cogollo del Cengio	76.050	0,66%	1.521	
40	Arsiero	75.700	0,65%	1.514	
41	Carrè	74.850	0,65%	1.497	
42	Monticello Conte Otto	70.950	0,61%	1.419	
43	Brogliano	67.550	0,58%	1.351	
44	Monte di Malo	62.500	0,54%	1.250	
45	Caltrano	58.100	0,50%	1.162	
46	Chiuppano	57.900	0,50%	1.158	
47	Nanto	53.750	0,46%	1.075	
48	Velo d'Astico	52.400	0,45%	1.048	
49	Sossano	51.150	0,44%	1.023	
50	Grisignano di Zocco	48.350	0,42%	967	12,74
51	Bressanvido	47.950	0,41%	959	
52	Montegalda	46.000	0,40%	920	5,89
53	Castegnero	42.350	0,37%	847	
54	Monteviale	34.500	0,30%	690	
55	Villaga	34.200	0,30%	684	
56	Valdastico	33.150	0,29%	663	
57	Albettone	29.450	0,25%	589	
58	Calvene	28.850	0,25%	577	
59	Montegaldella	24.400	0,21%	488	22,51
60	Quinto Vicentino	23.850	0,21%	477	46,40
61	Salcedo	22.950	0,20%	459	
62	Pedemonte	18.150	0,16%	363	
63	Bolzano Vicentino	17.200	0,15%	344	18,19
64	Posina	16.100	0,14%	322	
65	Gambugliano	15.950	0,14%	319	
66	Tonezza del Cimone	13.850	0,12%	277	
67	Lastebasse	5.350	0,05%	107	
68	Laghi	700	0,01%	14	
	<b>CAPITALE SOCIALE</b>	<b>11.578.550</b>	<b>100%</b>	<b>231.571</b>	<b>220,61</b>



## **9 – IL LAVORO SVOLTO**

Nell'ambito dell'espletamento dell'incarico, do atto di aver analizzato:

- il Progetto di Fusione e la relazione degli amministratori, al fine di verificare la completezza e l'uniformità dei procedimenti seguiti dagli organi amministrativi nella determinazione del rapporto di cambio, nonché l'omogeneità dei metodi di valutazione adottati;
- le situazioni patrimoniali ex art. 2501 quater c.c. al 30 settembre 2018 delle società partecipanti alla Fusione;
- i bilanci di esercizio delle società al 31 dicembre 2016 e 2017, corredati dalle relazioni dell'organo di controllo ove nominato;
- gli statuti delle società, nonché il testo dello statuto previsto dopo la Fusione;
- la coerenza dei dati utilizzati rispetto alle fonti di riferimento ed alla documentazione utilizzata già descritta nei precedenti paragrafi;
- la correttezza matematica del calcolo del rapporto di cambio effettuato mediante applicazione dei metodi di valutazione adottati dagli organi amministrativi anche sulla base delle indicazioni dell'Advisor.

Ho, inoltre effettuato più incontri con l'Advisor per discutere in merito all'attività svolta, alle problematiche incontrate ed alle soluzioni adottate.

Ho accolto ed ottenuto l'attestazione che, per quanto a conoscenza degli organi amministrativi delle società coinvolte, non sono intervenute modifiche significative ai dati ed alle informazioni presi in considerazione nello svolgimento delle mie analisi, né si sono verificati eventi tali da



modificare le valutazioni espresse dagli organi amministrativi per la determinazione del rapporto di cambio.

Le sopraccitate attività sono state svolte nella misura che ho ritenuto necessaria per il raggiungimento delle finalità dell'incarico, indicate nei paragrafi iniziali.

Con riferimento all'incarico, ribadisco che la finalità principale del procedimento decisionale degli organi amministrativi consiste in una stima dei valori relativi alle singole società oggetto di fusione, effettuata attraverso l'applicazione di criteri omogenei, ai fini dell'ottenimento di valori fra loro comparabili. Nelle valutazioni per operazioni di fusione, infatti, la finalità ultima non è tanto la determinazione dei valori assoluti del capitale economico delle società interessate, quanto piuttosto l'individuazione di valori confrontabili in sede di determinazione del rapporto di cambio. Per tale ragione, le valutazioni per operazioni di fusione hanno significato unicamente nel loro profilo relativo e non possono essere assunte quali stime del valore assoluto delle società interessate per operazioni diverse dalla fusione per la quale sono state eseguite.

Ho, quindi, svolto un esame critico delle metodologie e delle assunzioni seguite dagli organi amministrativi per la determinazione dei parametri sui quali basare il rapporto di cambio, verificandone l'idoneità tecnica nelle specifiche circostanze.

## **10 - L'ADEGUATEZZA DEL METODO DI VALUTAZIONE UTILIZZATO E LA VALIDITÀ DELLE STIME OTTENUTE**

Con riferimento al metodo di valutazione adottato, osservo che:

27



- ho verificato la completezza, l'omogeneità e la non contraddittorietà delle motivazioni adottate dagli organi amministrativi in ordine ai criteri valutativi adottabili ai fini della determinazione del rapporto di cambio nelle circostanze specifiche;
- ho verificata l'uniformità di applicazione dei criteri di valutazione utilizzabili, nonché la coerenza dei dati utilizzati rispetto alle fonti di riferimento;
- l'adozione del metodo patrimoniale avrebbe comportato per gli organi amministrativi una valutazione corrente di tutti gli *assets* patrimoniali delle società; tale metodologia non sarebbe risultata adeguata nel contesto di cui trattasi in quanto, come scritto, le infrastrutture idriche (i) non "appartengono" ai gestori del servizio idrico, quanto al "servizio" medesimo e (ii) non avrebbero assunto coerenti valori correnti *stand alone*, pur essendo assolutamente essenziali nel contesto dell'erogazione del Sistema Idrico Integrato; per tali motivi l'adozione di detto metodo avrebbe comportato una forte criticità soprattutto con riferimento alla evidente non omogeneità dei metodi valutativi da applicare ai soggetti giuridici coinvolti;
- il criterio di valutazione reddituale riferito ai flussi derivanti dall'attività economica mal si sarebbe prestato quale metodo adottabile, infatti le società patrimoniali rimangono custodi dei beni in proprietà, ma non devono far fronte alla riqualificazione del patrimonio idrico obsoleto (in quanto a carico del gestore unico del Servizio Idrico Integrato e remunerato dalla politica tariffaria d'ambito); l'eventuale comparazione della redditività delle incorporande con quella dell'incorporante sarebbe stata poco coerente sotto il profilo dell'omogeneità valutativa in quanto Viacqua S.p.A., seppur nel contesto di tariffe amministrative, realizza, a tutti gli effetti e a differenza delle società incorporande, un'attività d'impresa;



- le analisi congiunte degli organi amministrativi hanno, quindi, determinato un punto di convergenza proprio nell'analisi dei flussi finanziari attesi – legati al contesto tariffario in cui le società operano - contestualizzati nella società incorporante post fusione; l'elemento determinante è stato, quindi, il "flusso finanziario attivo prospettico" che le società incorporande conferiranno al soggetto giuridico risultante dalla fusione; gli organi amministrativi hanno ritenuto maggiormente coerente porre a base della determinazione del rapporto di cambio l'apporto finanziario delle società incorporande nella società incorporante post fusione; l'approccio descritto ha consentito di determinare i pesi ponderali da assumere ai fini della determinazione del rapporto di cambio comparando gli attuali flussi tariffari in capo alla società incorporante con quelli realizzabili post operazione di fusione; detti flussi sono stati naturalmente attualizzati al tasso di interesse individuato e condiviso;
- allo scopo di applicare un criterio omogeneo nella sua totalità, nella definizione dei pesi ponderali del rapporto di concambio gli organi amministrativi hanno altresì considerato (i) le PFN [posizioni finanziarie nette], (ii) le consistenze consolidate di CCN [capitale circolante netto] e (iii) la liquidità secca presenti nelle situazioni patrimoniali delle società incorporande aggiornate al 30 settembre 2018;
- il criterio adottato e sopra descritto appare adeguato nella fattispecie in considerazione delle caratteristiche delle società interessate all'operazione di Fusione;
- l'approccio metodologico adottato dagli organi amministrativi ha consentito di rispettare il criterio dell'omogeneità dei metodi di valutazione e, quindi, della confrontabilità dei valori.



Con riferimento allo sviluppo della metodologia di valutazione effettuato dagli organi amministrativi, si evidenzia che il metodo utilizzato risulta giustificato dalle considerazioni sopra espresse. La sua articolazione nel periodo di affidamento diretto dell'incorporante – fino al 2026 – risulta condivisibile e ragionevole.

## **11 – CONCLUSIONI**

Sulla base della documentazione esaminata, delle procedure sopra indicate e tenuto conto della natura e della portata dell'incarico, come illustrati nella presente relazione, ritengo che i metodi di valutazione adottati dagli organi amministrativi di Sibet S.r.l., Sibet Acqua S.r.l. e Viacqua S.p.A., anche sulla base delle indicazioni dell'Advisor, siano adeguati e siano stati correttamente applicati ai fini della determinazione del rapporto di cambio contenuto nel Progetto di Fusione.

Ne consegue che ritengo, nella fattispecie, congrua ai sensi e per gli effetti dell'art. 2501 sexies c.c. l'attribuzione di una percentuale del capitale sociale pari al 97,09% ai soci della società incorporante, al 2,82% ai soci della società incorporata Sibet Acqua S.r.l. e allo 0,09% ai soci della società incorporata Sibet S.r.l., con la conseguente emissione da parte della società incorporante di n. 6.743 azioni di cui n. 6.532 da assegnare ai soci di Sibet Acqua S.r.l. e n. 211 ai soci di Sibet S.r.l..

Vicenza, 14 marzo 2019

Maurizio Campana