

## **PROGETTO COMUNE DI FUSIONE PER INCORPORAZIONE**

di Lario Reti Holding S.p.a., Idrolario S.r.l., Adda Acque S.r.l.,  
Consorzio per la Tutela dell'Ambiente (C.T.A.)

**RELAZIONE DEL DOTT. MARIO MOTTA**  
***sul Rapporto di Cambio delle azioni/quote***  
***delle società coinvolte***  
***ai sensi dell'art. 2501 sexies del Codice Civile***

Ai soci di:

*Lario Reti Holding S.p.a.*

*Idrolario S.r.l.*

*Adda Acque S.r.l.*

*Consorzio per la Tutela dell'Ambiente (C.T.A.)*





**Motta Mario**  
Dottore Commercialista



CTA ADDA ACQUE



## Sommario

1. Motivo, oggetto, natura e portata dell'incarico .....	3
2. Gli organi sociali delle società partecipanti alla Fusione .....	7
3. Sintesi dell'Operazione .....	9
4. Fusione parziale e diritti di recesso .....	11
5. Il metodo di valutazione scelto per la determinazione dei valori correnti delle società partecipanti alla Fusione, propedeutico alla determinazione del rapporto di concambio .....	12
6. La descrizione dei metodi valutativi e la loro ragionevolezza .....	13
6.1 Il metodo patrimoniale – applicazione a CTA e Adda Acque.....	13
6.2 Il metodo del Discounted Cash Flow. ....	14
6.3 Il metodo misto patrimoniale finanziario applicato e sua validità concettuale. ....	16
6.4 La scelta metodologica per la valutazione di LRH e Idrolario .....	17
7. L'applicazione alle perizie delle quattro società partecipanti alla Fusione del metodo valutativo prescelto.....	18
7.1 La valutazione di LRH .....	18
7.1.1 La valutazione patrimoniale semplice .....	18
7.1.2 La valutazione di LRH con il metodo del DCF Adeguato.....	25
7.1.3 Determinazione del calore di LRH con il metodo DCF Adeguato .....	27
7.1.4 La determinazione del valore di LRH con il metodo misto patrimoniale reddituale .....	27
7.2 La valutazione di Idrolario.....	28
7.2.1 La valutazione patrimoniale semplice .....	28
7.2.2 La valutazione di Idrolario con il metodo del DCF Adeguato. ....	28
7.2.3 Determinazione del valore di Idrolario con il metodo DCF Adeguato .....	30
7.2.4 La determinazione del valore di Idrolario con il metodo misto patrimoniale reddituale.....	30
7.3 La valutazione di CTA .....	31



**Motta Mario**  
Dottore Commercialista



**CTA ADDA ACQUE**

7.4 La valutazione di Adda Acque .....	31
8. Il rapporto di concambio.....	32
9. La frazionabilità della Fusione .....	38
10. Lo statuto post Fusione.....	38
11. Documentazione utilizzata .....	38
12. Difficoltà di valutazione incontrate dagli Amministratori .....	40
13. Conclusioni .....	42





## 1. Motivo, oggetto, natura e portata dell'incarico

Nel quadro della prospettata Fusione per incorporazione delle Società:

- Idrolario S.r.l. (in seguito anche **Idrolario**);
- Adda Acque S.r.l. (in seguito anche **Adda Acque**);
- CTA Olginate e Valgrehentino S.r.l. (in seguito anche **CTA**)

nella

- Lario Reti Holding S.p.a. (in seguito anche **LRH**),

ai sensi dell'art. 2501 sexies c.c., mi è stato conferito l'incarico di predisporre la "Relazione dell'esperto sulla congruità del rapporto di concambio", con provvedimento del Tribunale di Lecco sezione prima, adottato in data 15 maggio 2018 e depositato in Cancelleria il 17 maggio successivo (**Allegato Doc. n. 1**).

A seguito del provvedimento, il sottoscritto ha poi ricevuto da LRH il mandato professionale per l'esercizio della propria attività, acquisito agli atti.

o o o

Il Tribunale ha nominato il sottoscritto:

*"quale esperto comune per la redazione della relazione (la "Relazione") sulla congruità del rapporto di cambio delle azioni della Società incorporante con le azioni (quote) delle Società Partecipanti all'Operazione (il "rapporto di cambio"), ai sensi dell'Art. 2501 sexies del codice civile ("c.c."). Ciò nel quadro di una prospettata operazione di Fusione (la "Fusione") per incorporazione di Idrolario S.r.l., Adda Acque S.r.l., Consorzio per la Tutela dell'Ambiente in Lario Reti Holding S.p.a."*

Come si dirà in seguito, l'assunto base della Fusione è quello che, realizzandola, si incrementi il valore reale della LRH di un importo pari al valore reale delle tre società incorporate. I soci attuali di LRH conserveranno quindi esattamente la loro partecipazione nominale, mentre i soci delle tre società Idrolario, CTA ed Adda Acque riceveranno un numero di azioni di LRH tale da mantenere il valore reale attualmente detenuto nelle società in corso di Fusione anche a Fusione avvenuta. In sostanza, ad operazione realizzata, il valore reale della LRH di spettanza dei singoli Comuni dovrà essere esattamente pari a quello detenuto dai Comuni stessi prima che la Fusione si realizzi. Se un Comune dovesse, ante Fusione, detenere partecipazioni in più di una società coinvolta nell'operazione, il



valore reale successivo all'operazione di spettanza del Comune dovrà essere pari alla somma dei valori reali delle singole partecipazioni ante Fusione.

La Fusione non dovrà portare maggiori o minori valori reali a nessun socio, ma solo conservare i valori stessi. Il tutto ovviamente tenuto conto delle soggettività delle valutazioni societarie su cui si argomenterà ampiamente.

Al fine di valutare la corretta applicazione del concambio, ho ricevuto dalle Società partecipanti alla Fusione, il Progetto di Fusione totale (**Allegato Doc. n. 2**) corredato dalle apposite Relazioni degli Amministratori di LRH (**Allegato Doc. n. 3**), di Idrolario (**Allegato Doc. n. 4**), di CTA (**Allegato Doc. n. 5**), di Adda Acque (**Allegato Doc. n. 6**) che indicano, illustrano e giustificano, ai sensi dell'art. 2501 quinquies del Codice Civile, il Rapporto di Cambio. Ho ricevuto inoltre lo Statuto di LRH post Fusione (**Allegato Doc. n. 7**). A completamento della documentazione formale di bilancio, gli Amministratori delle Società partecipanti mi hanno trasmesso i bilanci d'esercizio al 31 dicembre 2017 (acquisiti agli atti) approvati dalle rispettive Assemblee.

Gli stessi costituiscono le situazioni patrimoniali previste dall'art. 2501 quater del Codice Civile. Tutti i bilanci sono stati regolarmente depositati al Registro delle Imprese.

Ho anche ricevuto le relazioni ai predetti bilanci, ciascuno per propria competenza, nonché le relazioni degli organi di controllo e revisione ai bilanci 31 dicembre 2017, ove esistenti.

Ho acquisito contezza inoltre del deposito del Progetto di Fusione al Registro delle Imprese competente da parte di tutte le società avvenuto come segue:

- LRH: atto del 21/06/2018 depositato il 26/06/2018 prot. 13974/2018 ed iscritto il 27/06/2018;
- Idrolario: atto del 22/06/2018 depositato il 26/06/2018 prot. 13982/2018 ed iscritto il 27/06/2018;
- Adda Acque: atto del 22/06/2018 depositato il 26/06/2018 prot. 13984/2018 ed iscritto il 27/06/2018;
- CTA: atto del 22/06/2018 depositato il 26/06/2018 prot. 13994/2018 ed iscritto il 27/06/2018.

Il Progetto di Fusione prevede che il capitale sociale della incorporante LRH sia aumentato da Euro 30.128.900,00.= ad Euro 41.320.900,00.= con modifica del valore nominale delle azioni che passa dagli attuali Euro 25,00.= ad Euro 1,00.=.



**Motta Mario**  
Dottore Commercialista



CTA ADDA ACQUE

Il capitale post fusione di LRH sarà così composto:

SOCIETA' PARTECIPANTE ALLA FUSIONE	CAPITALE NUOVO	CAPITALE VECCHIO
LRH	30.128.900,00	30.128.900,00
Idrolario	10.218.373,00	4.000.000,00
CTA	226.146,00	10.000,00
Adda Acque	747.481,00	2.850.000,00
<b>TOTALE</b>	<b>41.320.900,00</b>	<b>36.988.900,00</b>

Nel punto 3) *Rapporto di Cambio*, del Progetto di Fusione vi è riportato il capitale sociale di LRH pari ad Euro 30.198.900,00.= anziché 30.128.900,00.= per un mero errore materiale, essendo chiaro che lo stesso invece è invariato rispetto all'attuale ed è pari appunto ad Euro 30.128.900,00.=.

Lo stesso errore materiale è presente anche in tutte le relazioni dell'organo amministrativo alla Fusione al paragrafo 5.8 – *Riepilogo Valutazioni ed operazione di aumento capitale*.

Il Progetto di Fusione:

- prevede che il sopraindicato aumento di capitale sociale di LRH sia sottoposto all'approvazione delle Assemblee Straordinarie dei soci delle Società partecipanti alla Fusione, presumibilmente nell'ultima parte del 2018;
- dichiara che la determinazione per ogni socio dell'esatto concambio è stata effettuata con arrotondamenti eseguiti "secondo gli ordinari metodi matematici in uso" per riportare il capitale assegnato ad ognuno ad un multiplo di un Euro.

Al fine di fornire agli Azionisti e ai Soci idonee informazioni sul Rapporto di Cambio, la presente relazione indica ai sensi dell'art. 2501 sexies c.c. primo comma:

1. i metodi seguiti per determinare il rapporto di cambio proposto nel Progetto di Fusione nonché in dettaglio il risultato derivante per ogni socio dall'applicazione di ognuno di essi;
2. le difficoltà di valutazione;



3. il parere sull'adeguatezza dei metodi seguiti e sull'importanza di ciascuno di essi nella determinazione del valore adottato.

Oltre a valutare in termini concettuali quanto sopra, ho anche verificato la non arbitrarietà e la corretta applicazione matematica del metodo.

Nell'esaminare il metodo di valutazione adottato dagli Amministratori delle Società partecipanti alla Fusione non ho effettuato una valutazione economica delle Società oggetto dell'Operazione. Tali valutazioni sono state svolte dagli organi amministrativi delle Società e dai consulenti da esse indicati.

Le società partecipanti alla Fusione si sono avvalse altresì di due Advisors professionali nelle persone del Dott. Giorgio Corti - Dottore Commercialista con studio in Lecco, Piazza Carducci n. 7, nonché del Rag. Enrico Panzeri – Rag. Commercialista, con studio in Lomagna (LC), Via 4 Novembre n. 1. Gli stessi hanno redatto una fairness opinion sulle valutazioni propedeutiche alla Fusione formalizzata in una relazione sottoscritta congiuntamente in data 18 giugno 2018 (**Allegato Doc. n. 8**).

Le procedure descritte nella presente Relazione sono state da me utilizzate al solo scopo di esprimere un giudizio sul metodo di valutazione suggerito dagli Advisors ed adottato dagli organi amministrativi delle Società partecipanti all'Operazione di Fusione 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 Fusione espresse nelle Relazioni degli organi amministrativi in particolare nella relazione del Consiglio di Amministrazione di LRH e nelle relazione degli Amministratori Unici per le tre società Idrolario, CTA e Adda Acque.





## 2. Gli organi sociali delle società partecipanti alla Fusione

Le Società partecipanti alla Fusione hanno i seguenti organi amministrativi, di controllo e procuratori:

### **Lario reti Holding S.p.A.**

\* Consiglio di Amministrazione nominato in data 3 maggio 2016 ed in carica sino all'approvazione del bilancio al 31 dicembre 2018, così composto:

- **Cavallier Lelio** – Presidente;
- **Canzi Marco** – Consigliere;
- **Papini Monica** – Consigliere.

\* Collegio Sindacale nominato in data 23 giugno 2017 e in carica sino all'approvazione del bilancio al 31 dicembre 2019, così composto:

- **Galbusera Luigi** – Presidente;
- **Sala Alberto** – Sindaco Effettivo;
- **Paruscio Daniela** – Sindaco Effettivo;
- **Dodesini Lucilla** – Sindaco Supplente;
- **Bertarini Maurizio** – Sindaco Supplente.

\* Società di Revisione nominata in data 23 giugno 2017 e in carica sino all'approvazione del bilancio al 31 dicembre 2019:

- **Deloitte & Touche S.p.a.** – Milano Via Tortona n. 25.

La società inoltre ha nominato Procuratori nelle persone di:

- **Lombardo Vincenzo** – Direttore della divisione Corporate - nomina in data 25 gennaio 2017 e in carica sino all'approvazione del bilancio al 31 dicembre 2018;
- **Murari Maurizio** – Direttore della divisione Ingegneria - nomina in data 25 gennaio 2017 e in carica sino all'approvazione del bilancio al 31 dicembre 2018.

Il Dott. Lombardo Vincenzo, dotato di amplissimi poteri depositati al registro imprese e riportati in visura camerale della società, è stato il principale interlocutore nel corso delle attività propedeutiche alla presente relazione. A Lui devo esprimere un sincero apprezzamento e ringraziamento per la fattiva e completa collaborazione avuta.



**Motta Mario**  
Dottore Commercialista



**CTA ADDA ACQUE**

### **Idrolario S.r.l.**

\* Amministratore Unico nominato in data 26 aprile 2018 ed in carica sino all'approvazione del bilancio al 31 dicembre 2020:

- **Mapelli Barbara.**

\* Sindaco Unico nominato in data 26 aprile 2018 e in carica sino all'approvazione del bilancio al 31 dicembre 2020:

- **Perego Giovanni.**

Non è nominato un revisore e non vi sono procuratori con poteri iscritti al Registro delle Imprese.

### **CTA Olginate e Valgreghentino S.r.l.**

\* Amministratore Unico nominato in data 15 dicembre 2017 ed in carica sino a revoca:

- **Eligio Giulio.**

\* Sindaco Unico con anche la funzione di revisore nominato in data 15 dicembre 2017 e in carica sino all'approvazione del bilancio al 31 dicembre 2019:

- **Merlo Pietro.**

Non vi sono procuratori con poteri iscritti al Registro delle Imprese.

### **Adda Acque S.r.l.**

\* Amministratore Unico nominato in data 4 aprile 2017 ed in carica sino a revoca:

- **Bellet Mauro.**

\* Revisore Unico nominato in data 19 giugno 2015 e in carica sino all'approvazione del bilancio al 31 dicembre 2017:

- **Airoldi Fabio.**

Non è nominato un sindaco o collegio sindacale e non vi sono procuratori con poteri iscritti al Registro delle Imprese.







**Motta Mario**  
Dottore Commercialista



**IDROLARIO**  
IDROLARIO

**CTA ADDA ACQUE**

### 3. Sintesi dell'Operazione

La Fusione è incardinata in un processo di integrazione aziendale.

Nelle motivazioni della Fusione la relazione degli amministratori alla Fusione, identica in tutte e quattro le società coinvolte - come è giusto che sia, al paragrafo n. 2 - *Motivazione e razionale strategico* (Cfr. Allegati docc. 3-4-5-6) riporta quanto segue:



*"Lario Reti Holding Spa (nel seguito, LRH) ha presentato all'Ufficio d'ambito dell'ATO di Lecco, in fase di candidatura a Gestore del Servizio Idrico Integrato, un Piano Programma che prevedeva, tra l'altro, la razionalizzazione delle società idriche esistenti nel territorio della provincia di Lecco, che doveva essere attuato tramite l'aggregazione in LRH delle società patrimoniali esistenti nell'area territoriale.*

*Il piano ha potuto essere realizzato limitatamente alle seguenti società: Adda Acque Srl, Consorzio Valgrehentino-Olginate Srl, e Idrolario Srl.*

*Il piano di aggregazione è coerente con le indicazioni della Corte dei Conti - Sezione Regionale di Controllo per la Lombardia che con la delibera 87/2016/VSG, ha invitato i Comuni Azionisti di Adda Acque S.r.l. a portare a compimento la dismissione della società per la razionalizzazione del sistema di gestione delle risorse idriche nel territorio della Provincia di Lecco.*

*L'operazione ha come obiettivo strategico la riunificazione in unico soggetto della gestione del servizio idrico integrato e della proprietà delle reti e degli impianti strumentali per l'esecuzione del servizio idrico nel territorio dell'ATO di Lecco.*

*LRH, in particolare, è titolare dell'affidamento da parte dell'Ente Gestore d'Ambito del servizio idrico integrato (SII) nell'ATO di Lecco per un periodo di 20 (venti) anni, a partire dal 1° gennaio 2016. L'affidamento è stato assegnato in modo diretto e senza gara, con modalità in house providing, perché LRH è soggetta al controllo analogo dell'Ente Gestore del servizio (l'Azienda speciale - Ufficio d'Ambito di Lecco) e dei Comuni della Provincia di Lecco. Inoltre, attualmente LRH gestisce, in forza dell'affidamento del SII, già tutte le infrastrutture idriche di*





*proprietà delle società, di cui è prevista l'incorporazione mediante Fusione.*

*In secondo luogo, l'operazione è conforme agli obblighi introdotti dal Testo unico società a partecipazione pubblica (approvato con d.lgs. 175/2016 e modificato con d.lgs. 100/2017).*

*Gli obblighi prevedono la razionalizzazione, anche mediante fusione, delle società che svolgono attività simili a quelle svolte da altre società partecipate dagli enti pubblici, il contenimento dei costi di funzionamento delle società e, in generale, l'aggregazione tra società pubbliche che svolgono attività di interesse generale consentite dalla legge (art. 20, comma 2, Testo unico).*

*Nel nostro caso, l'operazione di aggregazione permette la riduzione del numero delle società partecipate ed il contenimento dei costi di esercizio tramite la riorganizzazione delle loro strutture amministrative. Inoltre, la fusione permette di raggiungere vantaggi tecnici ed economici immediati nella gestione del servizio, grazie ad una organizzazione più efficiente del servizio idrico integrato ed alla riduzione dei costi iniziali di struttura (gestione amministrativa, civilistica, ecc.)."*

Queste le motivazioni, in termini di premesse ed obiettivi, che delineano il futuro e che stabiliscono la metodologia seguita: la Fusione per incorporazione in LRH delle altre tre Società.

In sintesi, le Società che verranno fuse direttamente per incorporazione in Lario Reti Holding S.p.a. sono:

- Idrolario S.r.l.;
- Adda Acque S.r.l.;
- CTA Olginate e Valgrehentino S.r.l..

Un'operazione quindi che realizza un aumento di capitale sociale in natura. A fronte della permanenza del capitale sociale delle incorporante LRH, si crea nuovo capitale nominale sulla base dei valori reali suggeriti dagli Advisors e recepiti dagli organi amministrativi delle quattro società partecipanti.

Lo schema utilizzato è quello quindi di attribuire ad ogni socio delle società incorporande, un capitale sociale in aggiunta a quello che già esiste. Poiché diversi soci partecipano a più società e non vi sono partecipazioni reciproche, l'intero capitale che si genera con la



Fusione è oggetto di rapporto di concambio, senza nessun annullamento.

Inoltre l'integrazione determinerà un rapporto obbligatoriamente di uno a uno per i soci di LRH che vedranno conservare intatto il valore nominale del capitale sociale in essa detenuto, con eventuale aggiunta di nuove azioni nel caso in cui gli stessi siano anche soci di una o più società incorporande.

#### **4. Fusione parziale e diritti di recesso**

Nella Relazione illustrativa degli amministratori al Progetto di Fusione (Cfr. Allegati docc. 3-4-5-6) sono anche stabiliti due aspetti salienti che potrebbero cambiare i calcoli dei concambi:

- al punto 5.9 *Rapporti di cambio definiti* - terzo ed inizio quarto capoverso si legge: *"per l'entità dei valori coinvolti e per le finalità delle operazioni sottostanti all'operazione di aggregazione, si dichiara che la fusione potrà essere conclusa anche nel caso in cui uno dei soggetti partecipanti non approvi l'operazione. Pertanto, rispetto alla fusione l'approvazione da parte delle assemblee delle società incorporande deve considerarsi come un'operazione autonoma...."*
- al punto 9 *Recesso* - valevole solo per le tre Società incorporande, viene attribuito il diritto di recesso ai soci dissenzienti rispetto alla fusione, da disciplinarsi in modi differenti a seconda delle disposizioni statutarie diverse per le tre società.

La prima delle due situazioni disciplinate potrebbe variare i concambi fissati nel Progetto di Fusione. Tutte e due ineriscono solamente ai soci delle tre incorporande. La prima ai soci tutti di una o più società e la seconda, che potrà intervenire a Fusione avvenuta, individualmente ad uno o più soci.

Possono intervenire i seguenti accadimenti:

- LRH e solo una o due delle società incorporande approvano la Fusione in Assemblea Straordinaria. La Fusione prosegue e si definisce con riferimento alle sole Società che l'hanno approvata con modifica esclusivamente matematica del rapporto di concambio, che sarà determinato utilizzando i valori reali del Progetto di Fusione in itinere;



- tutte le Società approvano la Fusione ed in seguito uno o più soci delle tre incorporande esercitano nelle forme previste il diritto di recesso. La Fusione sarà effettuata con i rapporti di concambio previsti nel Progetto e, successivamente, la LRH post Fusione quantificherà l'importo del recesso, senza che ciò pregiudichi in alcun modo l'operazione di Fusione, che al momento del recesso sarà già completa e perfetta.

In entrambi i casi si conferma che essendo le due situazioni influenti solo su calcoli matematici e non sul progetto di Fusione in quanto tale, si potrà dar corso alla Fusione ancorché parziale rispetto a quella complessiva prevista, senza tornare a deliberare la stessa nelle assemblee delle Società coinvolte.

## **5. Il metodo di valutazione scelto per la determinazione dei valori correnti delle società partecipanti alla Fusione, propedeutico alla determinazione del rapporto di concambio**

Nella presente relazione deve essere data contezza dei metodi utilizzati per la determinazione del concambio.

Come detto lo stesso è stato proposto dagli amministratori con riferimento ai rapporti tra i valori reali delle Società che sono state valutate con utilizzo dei seguenti metodi valutativi:

- per LRH e per Idrolario:

la semisomma tra il valore del Patrimonio netto rettificato ed il valore economico determinato secondo il metodo finanziario puro, riferito ai flussi operativi calcolato mediante l'attualizzazione degli stessi, al tasso di riferimento del settore specifico, incrementata algebricamente da disponibilità liquide (+) e debiti finanziari (-). In termini sintetici si definisce il metodo "Discounted Cash Flow" adeguato per tener conto della finanza presente in Società;

- per CTA, e Adda Acque:

il criterio del Patrimonio Netto rettificato tenuto conto dell'attività operativa svolta in convenzione da LRH.

I due criteri sono differenti tra loro, poiché differenti sono le situazioni a cui sono stati applicati. Li analizzo in dettaglio per commentarne la congruità in seguito.





## 6. La descrizione dei metodi valutativi e la loro ragionevolezza

Il valore economico di una società è una quantità astratta, cioè non fondata su dati analiticamente determinabili. La sua valutazione impone il ricorso a stime, assunzioni, ipotesi, a volte congetture che potranno modificarsi da perito a perito dando luogo a valutazioni differenti anche con riferimento alla medesima società. Tutto deve tuttavia essere analizzato sulla base di presupposti logici, ragionevoli, ricostruibili e verificati nel tempo o utilizzati per realtà comparabili.

In sintesi le valutazioni devono essere:

- astratte, cioè riferibili al bene e devono prescindere dall'interesse delle parti coinvolte. La società vale in quanto tale, non perché vi è un interesse ad acquistarla o venderla che, come tale, ne cambia il prezzo-valore;
- obiettive: la valutazione deve basarsi su dati certi, utilizzati in modo collaudato e riscontrabili;
- razionali: i metodi utilizzati devono avere basi teoriche derivanti dalla dottrina ragioneristica applicabile a situazioni consimili.

Le società nella Fusione hanno scelto due metodi:

- il metodo patrimoniale;
- il metodo reddituale dello sconto dei flussi di cassa.

Dovendo il sottoscritto ai sensi di norma, esprimere la adeguatezza dei metodi seguiti, è propedeutico descriverli.

### 6.1 Il metodo patrimoniale – applicazione a CTA e Adda Acque

Quanto al metodo patrimoniale la descrizione appare semplice.

Il metodo patrimoniale consente di giungere alla valutazione del capitale economico della società tramite l'espressione a valori correnti dei cespiti e di tutti gli elementi attivi e passivi del patrimonio aziendale. Il valore dell'azienda (W) corrisponde, pertanto, al valore del patrimonio netto rettificato (K) a valori correnti, in base alla seguente formula:

$$W = K$$

Tale metodo, che ha il pregio di consentire una stima del patrimonio aziendale oggettiva e riscontrabile, si caratterizza per la stima analitica a valori correnti di sostituzione:





- analitica, perché effettuata distintamente per ciascun elemento del patrimonio;
- a valori correnti, perché basata sui prezzi di mercato del momento;
- di sostituzione, perché l'ipotesi di base è quella del riacquisto (o della riproduzione), per elementi attivi e della rinegoziazione per quelli passivi.

Nel caso specifico il perito deve esprimersi su un valore del capitale economico della società, che sia rappresentativo del valore determinatosi in capo ai soci alla data del 31 dicembre 2017.

Il metodo utilizzato nel calcolo del valore sociale di CTA e Adda Acque:

$$W = K$$

può essere considerato ragionevole ed adeguato data la soggettiva situazione delle due Società.

### **6.2 Il metodo del Discounted Cash Flow**

È un metodo finanziario. Caratteristica comune ai cosiddetti metodi finanziari è quella di apprezzare l'attitudine di un'azienda a produrre flussi finanziari.

L'espressione analitica della metodologia più comune (flussi di cassa scontati) è la seguente:

$$W = F_1 V_1 + F_2 V_2 + F_3 V_3 \dots + F_n V_n$$

Ove:

- $W$  = valore economico dell'azienda
- $F_{1,2,3 \dots n}$  = Flussi monetari disponibili prodotti dall'azienda nei singoli anni considerati
- $V_{1,2,3 \dots n}$  = coefficienti di attualizzazione in base al tasso "i".

Dall'applicazione della presente metodologia valutativa, il valore delle attività coincide con il valore scontato dei cash flow attesi disponibili.

In particolare, il valore del cash flow disponibile non comprende i flussi da finanziamenti, quali gli oneri finanziari o i dividendi, e di conseguenza è il più adatto in ipotesi di valutazione effettuata mediante il metodo finanziario, in quanto riflette il cash flow generato da una società, o di un gruppo, tenendo conto di tutte le componenti del capitale societario, debiti e capitale azionario.

Il tasso di attualizzazione applicato nella formula di calcolo del cash flow disponibile riflette il costo opportunità di tutte le componenti del capitale, pesato secondo il rispettivo contributo al capitale totale della società (costo medio ponderato del capitale - WACC).







La formula generale in base alla quale si procede a determinare il valore dell'azienda è, come abbiamo detto, così rappresentabile:

$$V = FCF1 / (1+WACC) + FCF2 / (1+WACC)^2 + FCF3 / (1+WACC)^3 + \dots + FCF_n / (1+WACC)^n$$

Ove:

- *FCF* = Free Cash Flow (Flussi di cassa disponibili)
- *WACC* = costo medio ponderato del capitale.

I criteri finanziari sono strumenti sofisticati e complessi da applicare alla pratica aziendale, in quanto l'applicazione di metodi, quali quello appena descritto, necessita di informazioni spesso difficili da ottenere; in particolare è necessario un piano operativo e finanziario dell'impresa sufficientemente definito.

In mancanza degli elementi conoscitivi necessari, la superiorità metodologica del procedimento di attualizzazione dei flussi monetari può non tradursi in risultati pratici effettivamente migliori.

In questi casi risulta particolarmente chiara l'importanza di utilizzare le normali tecniche di "budgeting".

Nel caso concreto, non si devono nascondere le difficoltà operative di prevedere il futuro nella scelta del cash flow da attualizzare.

Oltre al cash flow deve essere in questi metodi valutata la finanza corrente. L'assunto metodologico è quello che una società con un determinato cash flow prospettico senza debiti o crediti finanziari valga solo il cash flow attualizzato. In presenza tuttavia di debiti e crediti finanziari lo stesso valore debba essere rettificato esattamente dell'importo della posizione finanziaria netta corrente.

Nella dottrina si conoscono più metodi di fissazione del cash flow futuro ed in particolare:

- metodo dei risultati storici: tecnica basata sull'ipotesi che il risultato atteso sia pari al reddito medio normale conseguito negli ultimi anni;
- metodo di proiezione dei risultati storici: tecnica che stima i redditi attesi sul fondamento del trend storico. In questo modo si cerca di mediare l'oggettività dei dati passati con la possibilità di tener conto di talune variabili rilevanti che possano modificare in futuro il reddito di esercizio;
- metodo dei risultati programmati: tecnica che determina i redditi attesi sulla base delle previsioni relative all'andamento economico futuro atteso della società. Devono essere disponibili piani pluriennali;
- metodo dell'innovazione: tecnica che indaga l'andamento reddituale della gestione in ipotesi si verifichino alcune condizioni innovative possibili.



Altra problematica di difficile superamento è la quantificazione del tempo di attualizzazione dei flussi di cassa.

Un'ipotesi di semplificazione potrebbe senz'altro rinvenirsi nell'applicazione di un metodo reddituale puro, ovvero l'ipotesi di attualizzazione di cash flow con il metodo di calcolo della rendita perpetua.

Non si quantificano gli anni di attualizzazione ma semplicemente si ipotizza un attualizzazione del flusso monetario della gestione ordinaria con utilizzo del solo tasso secondo la formula  $W = FMGO/WACC$ .

Pertanto il valore della società potrebbe essere in modo semplice il risultato della seguente formula:

$$W = \text{Disp. Liquide} + FMGO/WACC - DF.$$

Ove:

- *Disp. Liquide* = il saldo attivo della liquidità;
- *FMGO* = Il Cash Flow che abbiamo detto deve essere libero. Per altra definizione potremmo quindi chiamarlo il Flusso Monetario delle Gestione Ordinaria (FMGO);
- *WACC* = Weight Average Cost of Capital (costo medio ponderato del capitale);
- *DF* = Debito Finanziario.

Ultimo scoglio valutativo è la scelta del WACC.

In questo caso ci soccorre il lavoro già predisposto ed asseverato per la Fusione AGAM che ha definito il WACC nel settore idrico pari al 6% conteggiato con riferimento ad una ponderazione media di settore del rapporto tra capitale proprio e capitale di terzi.

In seguito denomineremo il metodo qui descritto come **DCF adeguato**.

### **6.3 Il metodo misto patrimoniale finanziario applicato e sua validità concettuale**

Il criterio di valutazione che la dottrina più accreditata ritiene maggiormente indicato per la determinazione del "capitale economico" delle aziende è normalmente un metodo misto.

Tale metodo presenta la capacità di esprimere un valore societario in funzione tanto del patrimonio quanto del reddito: il metodo misto è, quindi, in prima approssimazione il più completo.

Difatti, tale metodologia di valutazione, attua una sorta di mediazione tra i pregi e i difetti dei criteri patrimoniali e reddituali/finanziari, consente di considerare, nel processo valutativo, sia le prospettive di cash flow della società, che la sua effettiva consistenza patrimoniale: la stima sarà idonea, per logica, a riflettere gli elementi di obiettività e



verificabilità propri dell'analisi patrimoniale (valutazione dell'attivo, ivi compresi i beni e i diritti, al netto dei capitali dei terzi investiti in azienda), senza tuttavia trascurare le attese reddituali, concettualmente più rappresentative del valore economico dell'azienda stessa.

#### **6.4 La scelta metodologica per la valutazione di LRH e Idrolario**

Dalla sintesi delle difficoltà dei metodi evidenziati è scaturita la scelta valutativa applicata.

In particolare, si consideri quanto segue.

Sulla constatazione che un mix tra metodi patrimoniali e reddituali/finanziari fosse un dato caratterizzato da migliore obiettività, le due società LRH e Idrolario sono state valutate al risultato derivante dalla media aritmetica semplice tra il metodo patrimoniale e quello del DCF Adeguato.

Questo metodo appare anch'esso adeguato alla specie.

Sempre per riferirsi alla storia che ha caratterizzato la società LRH ed in modo rilevante l'economia locale nel settore idrico, si ricorda che nel 2008 avvenne già una Fusione che nella struttura assomigliava molto a quella attuale.

Le società allora esistenti ACEL S.p.a., Ecosystem Reti S.p.a., Ecosystem S.p.a., Rio Torto Reti S.p.a., Rio Torto Servizi S.p.a. e CIAB S.p.a. sono state fuse per incorporazione in Lario Reti Holding S.p.a..

Anche allora si presentò un problema valutativo, nonché un iter formale di fatto identico al presente. Consigli di Amministrazione hanno relazionato i soci e licenziato un progetto di Fusione, approvato poi in assemblee straordinarie, con previsione di un rapporto di concambio, di valutazioni peritali e di una asseverazione ex art. 2501 sexies c.c. del rapporto di concambio.

Proprio in quell'iter si rinviene il metodo valutativo misto per la perizia delle società, utilizzato per determinarne i valori ai fini del concambio. E proprio in quella sede si è scelto quel metodo che oggi ancora si propone, ovvero la media aritmetica semplice tra il valore patrimoniale ed il DCF adeguato.

Non un metodo astratto, ma confermato dalla storia locale, da precedenti operazioni, passato al vaglio degli shareholders ed approvato infine da tutti, advisors, periti, amministratori e soci.





Quale metodo può definirsi più adeguato nell'incertezza e soggettività valutativa tipica di tutte le perizie?

Devo quindi considerare ragionevole la scelta societaria di valutare le due società operative con il metodo descritto nelle relazioni degli amministratori così come ho già considerato adeguato il metodo patrimoniale per le due società in corso di Fusione e non più operative.

Il metodo utilizzato nel calcolo del valore sociale di LRH e Idrolario:

$$W = \text{Disp. Liquide} + \text{FMGO/WACC} - \text{DF}$$

può essere considerato ragionevole ed adeguato.

## **7. L'applicazione alle perizie delle quattro società partecipanti alla Fusione del metodo valutativo prescelto**

L'approccio metodologico adottato dagli Amministratori ha consentito di rispettare il principio della omogeneità dei metodi di valutazione ancorché siano utilizzati metodi differenti. Infatti, essendo differenti le situazioni, è imposta anche la differenziazione dei metodi proprio per omogeneità.

Si riassumono i metodi:

- i. LRH, Idrolario – Metodo della media aritmetica semplice tra Patrimoniale semplice e DCF Adeguato;
- ii. CTA, Adda Acque – Metodo patrimoniale semplice.

### **7.1 La valutazione di LRH**

La società è stata valutata alla media aritmetica semplice (semisomma) della valutazione al metodo patrimoniale semplice e al DCF Adeguato. Ricostruisco ora i calcoli di entrambi i metodi per confutarli e verificarne la corretta applicazione.

#### **7.1.1 La valutazione patrimoniale semplice**

Ho detto che il presupposto valutativo del metodo è l'adeguamento al valore corrente delle attività e passività.



La tipicità dell'attività esercitata, degli impianti utilizzati, dei beni immobili e mobili, dei contratti non lascia spazio a valutazione alcuna dei beni aziendali al di fuori dell'economia di impresa.

Come può valutarsi per la vendita un bene in concessione? Come un immobile costruito in zona circondata da impianti gas e adattato proprio alle necessità sociali potrà adeguarsi a valori di mercato?

Su questo assunto la Società, con l'aiuto dei suoi Advisors, ha valutato tutte le attività e passività ai valori contabili poiché l'unico riferimento concreto in termini di valore reale è il loro costo e la loro utilità interna all'azienda. La correttezza degli ammortamenti sociali è garantita dall'attività di vari soggetti espressa sia nelle note interne che negli allegati al bilancio. I dati contabili e la loro correttezza rispetto ai principi contabili è infatti appurata dal fatto che gli stessi sono contenuti in un bilancio per il quale il Collegio Sindacale ha emesso una relazione senza alcuna nota ed il Revisore una certificazione del bilancio "clean". Inoltre dal 2017 è stata anche attivata una funzione di internal audit dalla quale non sono emerse segnalazioni sensibili ai fini del presente incarico. È altresì in carica un ODV il quale, parimenti, non ha effettuato segnalazioni aventi impatti sulle valutazioni aziendali.

La Relazione degli Amministratori spiega al punto 5.3 *I metodi di valutazione* - con riferimento ai beni mobili e immobili perché si conferma la loro valutazione contabile facendo riferimento ad alcune riflessioni chiare e condivisibili:

In particolare si legge:

*"Con riguardo alle immobilizzazioni tecniche appartenenti al SII, occorre delineare brevemente le loro caratteristiche al fine di comprendere le logiche valutative utilizzate; infatti i beni del SII hanno, per loro caratteristica, una natura giuridica particolare.*

*Invero il valore di trasferimento degli impianti idrici, l'art. 143, comma 1, codice ambiente stabilisce che: "Gli acquedotti, le fognature, gli impianti di depurazione e le altre infrastrutture idriche di proprietà pubblica, fino al punto di consegna e/o misurazione, fanno parte del demanio ai sensi degli articoli 822 e seguenti del codice civile e sono inalienabili se non nei modi e nei limiti stabiliti dalla legge" (cfr. anche Corte Cost., sentenza 25/11/2011, n. 320).*

*Quindi, gli impianti strumentali al servizio idrico di proprietà di soggetti pubblici, come gli enti locali, fanno parte del patrimonio pubblico (art. 822, comma 2, c.c.) e non sono alienabili "se non nei modi e nei limiti stabiliti dalla legge" (art. 823, comma 1, c.c.).*



*Gli impianti idrici di proprietà dei precedenti gestori dell'ambito devono essere trasferiti al titolare dell'affidamento in base all'art. 172, comma 2, codice ambiente – cioè, nel nostro caso, a LRH.*

*(...) Tale quadro normativo comporta due conseguenze ai fini della valutazione dei beni: (i) in primo luogo, non è possibile attribuire agli impianti idrici un valore di mercato, perché non si tratta di beni commerciabili; anzi, gli impianti idrici di proprietà degli enti pubblici sono espressamente dichiarati dalla legge come beni "inalienabili"; (ii) in secondo luogo, l'unico parametro utilizzabile per la stima degli impianti idrici è costituito dal valore residuo non ancora ammortizzato calcolato con i parametri stabiliti dall'Autorità di Regolazione, cioè il valore attribuibile a tali beni in caso di riscatto da parte del gestore entrante (nel nostro caso, LRH).*

*(...) Analoga considerazione è estensibile ai beni immobili strumentali diversi dagli impianti, ma comunque intrinsecamente posti al servizio delle attività connesse al settore idrico (uffici, laboratori, officine) che per le loro caratteristiche e collocazione rendono quale valore utilizzabile il costo al netto degli ammortamenti cumulati."*

o o o

Il primo dato di riferimento per la valutazione patrimoniale semplice è il patrimonio netto di bilancio della LRH al 31 dicembre 2017 che, da bilancio approvato e depositato a cui si rinvia, è pari ad Euro 69.179.077,00.=.

o o o

La valutazione patrimoniale semplice di LRH subisce tuttavia alcune rettifiche rispetto al patrimonio netto:

#### Descrizione delle variazioni in aumento del patrimonio netto contabile

Il valore di carico delle partecipazioni in ACEL, LRG e AEVV viene adeguato in aumento al valore peritale espresso in altra perizia di Fusione AGAM (in seguito dettagliata).

ACEL, posseduta al 92,46%, ha effettuato in data 20 aprile 2018 un dividendo di Euro 20.240.000,00.= (**Allegato Doc. n. 9**) di cui Euro 18.713.904,00.= di competenza di LRH. Il dividendo di competenza LRH è stato sommato al netto dell'effetto fiscale al patrimonio netto di LRH.

LRG, posseduta al 100%, ha effettuato in data 6 aprile 2018 un dividendo di Euro 1.050.000,00.= (**Allegato Doc. n. 10**). Il dividendo di competenza LRH è stato sommato al netto dell'effetto fiscale al patrimonio netto di LRH.



Descrizione delle variazioni in diminuzione del patrimonio netto contabile

LRH ha effettuato in data 3 maggio 2018 un dividendo di Euro 16.863.838,44.= (**Allegato Doc. n. 11**) che dovrà essere portato in meno sul valore di LRH.

Sulla valutazione delle partecipazioni nonché sui due dividendi che dovranno essere incassati dopo il 31 dicembre 2017 compete l'imposta latente conteggiata al 24% sul 5% = 1,20%, dato che sia i dividendi da ricevere che le plusvalenze latenti sconterebbero l'imposta secondo la normativa prevista rispettivamente dall'art. 89 comma 2 e dall'art. 87 comma 1 TUIR - regime di participation exemption (PEX), con tassazione del solo 5% del dividendo percepito o della plusvalenza realizzata.



*7.1.1.1 La valutazione delle partecipazioni di LRH*

L'operazione di Fusione in analisi coinvolge società che operano nel mercato idrico. La peculiarità di tale mercato determina indicatori specifici, sia per i tassi di interessi sul debito, sia per il rapporto capitale proprio e capitale di terzi che per il rischio impresa che caratterizza i players.

Poiché le considerazioni su tassi e rapporti sono influenzate da predisposizioni soggettive, per la Fusione le società coinvolte hanno preferito utilizzare metodi ed indicatori collaudati nel tempo e già oggetto di formale accettazione da parte di soci delle stesse e del mercato locale.

Con riferimento al 30 settembre 2017 proprio con coinvolgimento di alcune attività nel settore Idrico è stata effettuata una Fusione delle società A2A, Idro4 S.r.l., Acel Service S.r.l., AEVV Energie S.r.l., Aspem S.p.a., Azienda Energetica Valtellina Valchiavenna S.p.a., Lario Reti Gas S.r.l., tutte fuse in ACSM - Agam S.p.a. (nel seguito definita "Fusione AGAM").

Il progetto di Fusione delle società elencate è stato approvato nei Consigli di Amministrazione delle stesse entro il 23 gennaio 2018 e successivamente approvato nelle assemblee straordinarie. La predetta Fusione è determinante per la finalizzazione delle valutazioni che sono propedeutiche e necessarie per l'espressione del giudizio sul rapporto di concambio in epigrafe.



Infatti nel percorso che ha portato alla Fusione AGAM i periti hanno valutato le partecipate di Lario Reti Holding con riferimento al 30 settembre 2017 come segue:

- Acel Service S.r.l. Euro 54.800.000,00.=;
- Lario Reti Gas S.r.l. Euro 56.000.000,00.=;
- AEVV Energie S.r.l. Euro 16.000.000,00.=

Non sono intervenuti fatti nuovi nel periodo ottobre - dicembre 2017 tali da modificare le valutazioni che sono passate al vaglio di:

- advisors dell'operazione complessa di Fusione, la PWC;
- consigli di amministrazione di tutte le società che hanno partecipato alla ormai conclusa Fusione che hanno redatto la *"Relazione illustrativa dell'organo amministrativo in merito alla Fusione per incorporazione in AGAM"*.
- Ernst & Young EY S.p.a. che ha espresso quale società di revisione incaricata il parere sul rapporto di concambio in data 26 febbraio 2018.

Il progetto di Fusione è stato approvato dalle assemblee straordinarie che hanno deliberato la Fusione. È stato già formalizzato a fine giugno anche l'atto di Fusione.

L'effettività della valutazione eseguita nel contesto di altra Fusione è quindi stata accertata da tecnici qualificati, fatta propria dagli organi amministrativi delle società partecipanti alla Fusione AGAM, asseverata all'interno della relazione ex art. 2501 sexies c.c. ed approvata dai soci di tutte le società partecipanti all'operazione straordinaria. Assurge quindi la valutazione ad un livello di certezza ed applicabilità superiore a qualunque altra valutazione che, in quanto tale, sarebbe caratterizzata da elementi comunque soggettivi e non verificabili come nella specie.

Agli stessi dati hanno anche fatto riferimento gli Advisors della Fusione LRH.

Il dato ottenuto quindi è senz'altro da considerarsi ragionevole.

Nella valutazione sopra indicata delle partecipazioni in ACEL e LRG come bridge to Equity, è già stato portato in riduzione l'importo del dividendo deliberato dalle due società nel 2018 a valere sul patrimonio netto 2017.



**Motta Mario**  
Dottore Commercialista



**IDROLARIO**  
IDROLARIO

CTA ADDA ACQUE



Tenuto conto della percentuale di possesso e delle informazioni già descritte le partecipate sono state così valutate:

SOCIETA' PARTECIPANTE ALLA FUSIONE	VALORE REALE DA	PERCENTUALE DI POSSESSO	VALORE DELLA PARTECIPAZIONE
<b>ACEL</b>	54.800.000,00	92,46%	50.668.000,00
<b>Lario Reti Gas</b>	56.000.000,00	100,00%	56.000.000,00
<b>AEVV Energie</b>	16.000.000,00	49,00%	7.840.000,00
<b>TOTALE</b>	126.800.000,00		114.508.000,00

Importo che si è arrotondato ad Euro 114.500.000,00.=

Il confronto con il valore di carico delle partecipazioni è il seguente:

SOCIETA' PARTECIPANTE ALLA FUSIONE	VALORE DI CARICO
<b>ACEL</b>	5.022.224,89
<b>Lario Reti Gas</b>	28.170.000,00
<b>AEVV Energie</b>	2.491.000,00
<b>TOTALE</b>	35.683.224,89

Che si arrotonda a 35.683.225,00.=

Il confronto tra i due valori in totale (reso possibile dal fatto che tutte e tre le società sono iscritte in contabilità a valori inferiori al valore reale), con applicazione dell'imposta latente dell'1,20%, è il seguente:

DESCRIZIONE	IMPORTO
<b>Valore reale complessivo partecipate</b>	114.500.000,00
<b>Valore contabile complessivo partecipate</b>	35.683.225,00
<b>Plusvalenza latente</b>	78.816.775,00
<b>Dedotta imposta latente 1,20%</b>	945.801,30
<b>TOTALE RIVALUTAZIONE NETTA</b>	77.870.973,70

*[Handwritten signature]*





### 7.1.1.2 La valutazione dei dividendi da ricevere e distribuire da parte di LRH

Stessa tecnica è stata applicata alla valutazione delle rettifiche per i dividendi. In particolare:

SOCIETA' CONTROLLATA	DIVIDENDO	PERCENTUALE DI POSSESSO	IMPORTO INCASSATO
<b>ACEL</b>	20.240.000,00	92,46%	18.713.904,00
<b>Lario Reti Gas</b>	1.050.000,00	100,00%	1.050.000,00
<b>TOTALE</b>			19.763.904,00

Applicando l'imposta latente dell'1,20% sul dividendo da ricevere si ha:

DESCRIZIONE	IMPORTO
<b>Valore totale dividendo partecipate</b>	19.763.904,00
<b>Dedotta imposta latente 1,20%</b>	237.166,85
<b>TOTALE INCREMENTO VALUTATIVO NETTO</b>	19.526.737,15

La riduzione del patrimonio per i dividendi deliberati da LRH nel 2018 a valere sul 2017 di Euro 16.863.838,44.= è invece da recepire per intero senza alcuna rettifica di imposta.

Il valore patrimoniale semplice rettificato di LRH è quindi così quantificato in sede di Fusione:

SOCIETA' PARTECIPANTE ALLA FUSIONE	VALORE
<b>PATRIMONIO NETTO DA BILANCIO 31/12/2017</b>	69.179.077,00
<b>Incremento per maggior valore partecipate</b>	77.870.973,70
<b>Incremento per dividendi netti da ricevere</b>	19.526.737,15
<b>Riduzione per dividendi da distribuire</b>	(16.863.838,44)
<b>TOTALE</b>	149.712.949,41



**Motta Mario**  
Dottore Commercialista



**IDROLARIO**  
IDROLARIO

CTA ADDA ACQUE



### 7.1.2 La valutazione di LRH con il metodo del DCF Adeguato.

Come detto la società LRH è stata valutata con metodo misto utilizzando il DCF Adeguato così calcolato:

$$W = \text{Disp. Liquide} + \text{FMGO/WACC} - \text{DF.}$$

#### 7.1.2.1 Il bilancio di LRH al 31 dicembre 2017 e la determinazione dei valori di Disponibilità nonché del Debito Finanziario

Per il calcolo della posizione finanziaria netta, la Società ha fornito al sottoscritto il bilancio di verifica con evidenziate le posizioni finanziarie/monetarie che si riconciliano con il bilancio di esercizio. Dalla somma algebrica delle stesse deriva una somma delle disponibilità liquide di Euro 32.712.888,87.= nonché dei debiti di Euro 47.247.448,83.=.

Il dettaglio analitico è così formato:

MASTRINI DI NATURA FINANZIARIA	Saldo Dare	Saldo Avere	Valori ai fini della valorizzazione del PFN	SALDO DARE LIQUIDITA'	SALDO AVERE DEBITI FINANZIARI
AC02A23091 - FATTURE DA EMETTERE FDR IDROLARIO	11.923.375,08		576.731,28	576.731,28	
C01649 - IDROLARIO S.r.l.	4.975.099,59		4.975.099,59	4.975.099,59	
AC04A11991 - BANCA TRANSITORIA		6.138,92	-6.138,92		-6.138,92
CONTO CORRENTI BANCARI ATTIVI	27.167.197,12		27.167.197,12	27.167.197,12	
MUTUI		25.215.039,10	-25.215.039,10		-25.215.039,10
MUTUO ONERI FINANZIARI GIROCONTATI	275.228,59		275.228,59	275.228,59	
DEBITI FINANZIARI VERSO LARIO RETI GAS (POOLER)		6.324.631,90	-6.324.631,90		-6.324.631,90
DEBITI FINANZIARI VERSO ACEL SERVICE (POOLER)		16.163.005,93	-16.163.005,93		-16.163.005,93
TOTALE PFN			-14.714.559,27	32.994.256,58	-47.708.815,85

I rapporti intercompany tra Idrolario e LRH aventi impatto sulla posizione finanziaria ed inseriti nei calcoli (sia della PFN di LRH che a seguire di Idrolario) sono così dettagliabili:

FATTURE EMESSE DA INCASSARE PER CREDITI FINANZIARI		4.975.099,59
Fatture da emettere	interessi 2014-2015	344.205,26
Fatture da emettere	interessi anno 2016	131.236,24
Fatture da emettere	interessi anno 2017	101.289,78
Totale fatture da emettere		576.731,28
TOTALE CREDITI FINANZIARI DI LRH V/IDROLARIO		5.551.830,87

Questi rapporti in sede di fusione si compenseranno per confusione giuridica.

#### 7.1.2.2 La scelta del WACC

La società LRH per la valutazione ha utilizzato un WACC pari al 6%.

*[Handwritten signature]*



È scritto nella relazione degli Amministratori al punto 5.2 *I metodi di valutazione* - quanto segue:

*"Si annota, inoltre che il tasso di riferimento del settore specifico (WACC) è coerente con quanto già applicato in sede della recente operazione di aggregazione delle partecipate di LRH nella costituenda Multiutility del Nord Lombardia come validato dall'esperto indipendente Ernst Young emessa in data 26 febbraio 2018 e dall'Advisor Price Waterhouse Cooper in data 17 gennaio 2018".*

A pag. 7 della fairness opinion emessa dagli Advisors Dott. Giorgio Corti e Rag. Enrico Panzeri si legge:

*"Il tasso di attualizzazione riflette il costo medio ponderato del capitale investito. Il dato in oggetto è funzione del costo del capitale di proprietà, del costo del capitale del debito, nonché della composizione della struttura finanziaria aziendale, ovvero dei "pesi" riferibili al capitale proprio ed al capitale di debito. A tal fine si è considerato il tasso utilizzato nella recentissima operazione di aggregazione "MULTIUTILITY" di seguito riportato (col. IDRICO): Il tasso di attualizzazione".*

Ancora una volta il riferimento è in entrambe le note la Fusione AGAM nella quale sono anche valutati i WACC di settore, con specifico riferimento al settore idrico. Il WACC del settore Idrico è stato quantificato nel 6%. Ciò in applicazione di un percorso logico motivato, che determina sia il tasso di riferimento al capitale proprio che al capitale di terzi per poi arrivare ad una loro ponderazione.

Anche questo WACC del 6% ha superato il vaglio dei vari consigli di amministrazione, advisors e asseveratori, così come il valore finale delle partecipazioni che risulta dalla sua applicazione. Si ritiene senz'altro adeguato.

#### 7.1.2.3 La scelta del FMGO

Per completare la formula di calcolo la Società ha scelto il flusso di cassa derivante dalla gestione ordinaria.

La società LRH ha cambiato completamente la propria attività nel 2016 occupandosi direttamente del servizio idrico. Quindi gli unici dati attendibili sono i risultati 2016 e 2017.



La scelta quindi di prendere gli ultimi risultati si basa sull'assunto che, tra i metodi previsti in dottrina per la determinazione del flusso di cassa, si è scelto di optare per il Metodo dei Risultati Storici la cui validità è stata esplicitata ut supra.

Il conteggio pertanto del FMGO medio è il seguente:

DESCRIZIONE	2016	2017	FMGO MEDIO
<b>EBIT gestione ordinaria</b>	4.746.982,00	3.309.659,00	
<b>Effetto fiscale 28,2%</b>	(1.338.648,92)	(933.323,84)	
<b>NOPAT</b>	3.408.333,08	2.376.335,16	
<b>+ ammortamenti</b>	2.028.565,00	2.511.092,00	
<b>FMGO</b>	5.436.898,08	4.887.427,16	5.162.162,62

Corretto appare considerare solo gli ultimi due esercizi per ovvia conseguenza del cambiamento di attività effettivamente esercitata da LRH. Per omogeneità si utilizzerà lo stesso orizzonte temporale anche nella valutazione di Idrolario.

#### 7.1.3 Determinazione del valore di LRH con il metodo DCF Adeguato

A questo punto appurati i calcoli di tutte le variabili rilevanti nel metodo di valutazione scelto dalla società LRH, lo si può ricalcolare con l'applicazione della formula:

$$W = \text{Disp. Liquide} + \text{FMGO} / \text{WACC} - \text{DF.}$$

Disponibilità liquide = 32.712.888,87.;

FMGO = 5.162.162,62.;

WACC = 6%;

DF = 47.247.448,83.;

$$W = 32.712.888,87 + 5.162.162,62 / 6\% - 47.247.448,83 = 71.321.483,69$$

#### 7.1.4 La determinazione del valore di LRH con il metodo misto patrimoniale reddituale

La formula è la seguente:

$$W = (\text{Val patrimoniale semplice} + \text{DCF Adeguato}) / 2.$$



$$W = (149.712.949,41 + 71.321.483,69) / 2 = 110.517.216,55$$

Il risultato ottenuto appare identico a quello inserito dagli Advisors e dalla società LRH nel progetto di fusione. Posso affermare la correttezza e la congruità del metodo utilizzato per tutto quanto in analitico affermato nei paragrafi che precedono.

## **7.2 La valutazione di Idrolario**

La metodologia di valutazione di Idrolario proposta per il rapporto di concambio da applicare in sede di Fusione è esattamente la stessa di LRH.

### **7.2.1. La valutazione patrimoniale semplice**

Anche in questo caso il presupposto valutativo del metodo è l'adeguamento al valore corrente delle attività e passività.

Per Idrolario non vi sono eccezioni alla valutazione patrimoniale.

Tutte le attività e passività sono proposte in valutazione al loro valore contabile. Sin rinvia a quanto già commentato nella analisi della valutazione di LRH, che può essere qui riproposto integralmente.

o o o

Il primo dato di riferimento per la valutazione patrimoniale semplice è il patrimonio netto di bilancio della Idrolario al 31 dicembre 2017 che, da bilancio approvato e depositato a cui si rinvia, è pari ad Euro 31.427.744,00.=.

### **7.2.2 La valutazione di Idrolario con il metodo del DCF Adeguato.**

Come detto la società Idrolario è stata valutata nel progetto di Fusione con il metodo misto utilizzando il DCF Adeguato così calcolato:

$$W = \text{Disp. Liquide} + \text{FMGO/WACC} - \text{DF.}$$

#### ***7.2.2.1 Il bilancio di Idrolario al 31 dicembre 2017 e la determinazione dei valori di Disponibilità nonché del Debito Finanziario***

Per il calcolo della posizione finanziaria netta la società ha fornito al sottoscritto il bilancio di verifica con evidenziate le posizioni finanziarie/monetarie che si riconciliano con il



**Motta Mario**  
Dottore Commercialista



CTA ADDA ACQUE



bilancio di esercizio.

Dalla somma algebrica delle stesse deriva una somma delle disponibilità liquide di Euro 434.837,00.= nonché dei debiti di Euro 10.674.348,87.=.

Il dettaglio analitico è così formato:

MASTRINI DI NATURA FINANZIARIA	Saldo Dare	Saldo Avere	Valori ai fini della valorizzazione del PFN	SALDO DARE LIQUIDITA'	SALDO AVERE DEBITI FINANZIARI
C) IV. DISPONIBILITA' LIQUIDE	434.837,25		434.837,25	434.837,25	
CASSA DD.PP. MUTUI		-5.122.517,66	-5.122.517,66		-5.122.517,66
Debiti verso fornitori LRH		-5.185.906,15	-4.975.099,59		-4.975.099,59
FATTURE DA RICEVERE LRH		-668.239,58	-576.731,28		-576.731,28
			-10.239.511,28	434.837,25	-10.674.348,53

I rapporti intercompany tra Idrolario e LRH aventi impatto sulla posizione finanziaria ed inseriti nei calcoli (sia della PFN di LRH che a seguire di Idrolario) sono così dettagliabili:

FATTURE EMESSE DA INCASSARE PER CREDITI FINANZIARI		4.975.099,59
Fatture da emettere	interessi 2014-2015	344.205,26
Fatture da emettere	interessi anno 2016	131.236,24
Fatture da emettere	interessi anno 2017	101.289,78
Totale fatture da emettere		576.731,28
TOTALE CREDITI FINANZIARI DI LRH V/IDROLARIO		5.551.830,87

Questi rapporti in sede di fusione si compenseranno per confusione giuridica.

#### 7.2.2.2 La scelta del WACC

La società Idrolario per la valutazione ha utilizzato un WACC pari al 6%.

#### 7.2.2.3 La scelta del FMGO

Per completare la formula di calcolo la società ha scelto il flusso di cassa derivante dalla gestione ordinaria.



La società Idrolario, per coerenza con LRH, è stata valutata con conteggio del FMGO sulla base dei risultati del 2016 e 2017.

La scelta quindi di prendere gli ultimi risultati si basa anche in questo caso sull'assunto che, tra i metodi previsti in dottrina per la determinazione del flusso di cassa, si è scelto di optare per il Metodo dei Risultati Storici la cui validità è stata esplicitata ut supra.

Il conteggio pertanto del FMGO medio è il seguente:

DESCRIZIONE	2016	2017	FMGO MEDIO
<b>EBIT gestione ordinaria</b>	2.113.444,00	1.975.358,00	
<b>Effetto fiscale 28,2%</b>	(595.991,21)	(557.050,96)	
<b>NOPAT</b>	1.517.452,79	1.418.307,04	
<b>+ ammortamenti</b>	2.230.375,00	2.182.167,00	
<b>- contributo ammortamenti</b>	(446.342,00)	(448.750,00)	
<b>FMGO</b>	3.301.485,79	3.151.724,04	3.226.604,92

### 7.2.3 Determinazione del valore di Idrolario con il metodo DCF Adeguato

A questo punto si può applicare il metodo:

$$W = \text{Disp. Liquide} + \text{FMGO} / \text{WACC} - \text{DF.}$$

Disponibilità liquide = 434.837,00.;

FMGO = 3.226.604,92.;

WACC = 6%;

DF = 10.674.348,87.;

$$W = 434.837,00 + 3.226.604,92 / 6\% - 10.674.348,87 = 43.537.236,76$$

### 7.2.4 La determinazione del valore di Idrolario con il metodo misto patrimoniale reddituale

La formula è la seguente:

$$W = (\text{Val patrimoniale semplice} + \text{DCF Adeguato}) / 2.$$

$$W = (31.427.744,00 + 43.537.236,76) / 2 = 37.482.490,38$$



**Il risultato ottenuto appare identico a quello inserito dagli Advisors e dalla società Idrolario nel progetto di fusione. Posso affermare la correttezza de congruità del metodo utilizzato per tutto quanto in analitico affermato nei paragrafi che precedono.**

### **7.3 La valutazione di CTA**

La CTA è stata valutata ai fini della Fusione con utilizzo del metodo patrimoniale semplice la cui formula è la seguente:

$$W = K$$

Tale metodo, dato che la società non ha ricavi propri appare come l'unico adeguato. Anche in questo caso nella valutazione gli organi amministrativi hanno optato per la conferma del valore contabile delle attività e passività per le stesse motivazioni già ampiamente descritte.

Si conferma quindi il valore del patrimonio netto della società da bilancio al 31 dicembre 2017 acquisito agli atti.

Per cui:

$$W = K = 829.537,00.=$$

**Il risultato ottenuto appare identico a quello inserito dagli Advisors e dalla società CTA nel progetto di fusione. Posso affermare la correttezza e la congruità del metodo utilizzato per tutto quanto in analitico affermato nei paragrafi che precedono.**

### **7.4 La valutazione di Adda Acque**

Adda Acque è stata valutata ai fini della Fusione con utilizzo del metodo patrimoniale semplice la cui formula è la seguente:

$$W = K$$

Tale metodo, dato che la società è anch'essa senza ricavi propri appare come l'unico adeguato. Anche in questo caso nella valutazione gli organi amministrativi hanno optato per la conferma del valore contabile delle attività e passività per le stesse motivazioni già ampiamente descritte.

Si conferma quindi il valore del patrimonio netto della società da bilancio al 31 dicembre 2017 acquisito agli atti

Per cui:

$$W = K = 2.741.866,00.=$$





Il risultato ottenuto appare identico a quello inserito dagli Advisors e dalla società Adda Acque nel progetto di fusione. Posso affermare la correttezza e la congruità del metodo utilizzato per tutto quanto in analitico affermato nei paragrafi che precedono.

## 8. Il rapporto di concambio

Per fissare il Rapporto di Cambio gli Advisors hanno utilizzato i valori delle società riportati e verificati anche dal sottoscritto, ottenendo quanto segue:

SOCIETA' PARTECIPANTE ALLA FUSIONE	VALORE	CONCAMBIO
LRH	110.517.217,00	72,9144%
Idrolario	37.482.490,00	24,7293%
CTA	829.537,00	0,5473%
Adda Acque	2.741.866,00	1,8090%
<b>TOTALE</b>	<b>151.571.110,00</b>	<b>100,0000%</b>

La valutazione eseguita ha quindi determinato, successivamente alla Fusione, quanta parte in percentuale del valore sociale di LRH dovrà essere attribuita ai soci di tutte e quattro le società coinvolte nella Fusione.

Su queste percentuali verrà costruito il rapporto di cambio.

L'aumento di capitale di Lario Reti Holding a seguito della Fusione è stato calcolato sulla base dei valori economici di Lario Reti Holding S.p.a. alla data del 31 dicembre 2017 rapportati ai valori economici delle altre società incorporande.

Su questo presupposto il capitale sociale nominale di LRH pari ad Euro 30.128.900,00.= dovrà rappresentare correttamente il 72,9144% del capitale sociale complessivo risultante dopo la Fusione da calcolarsi pertanto applicando il seguente calcolo:

$$\text{CAPITALE SOCIALE} = 30.128.900,00 / 72,9144\% = 41.320.900,00.=.$$

Il risultato così determinato ha visto l'opportuna applicazione di arrotondamenti irrilevanti, che permettono di attribuire ad ogni socio coinvolto un numero di azioni non frazionario.



**Motta Mario**  
Dottore Commercialista



**CTA ADDA ACQUE**



Conseguenze del conteggio appena esposto è la determinazione dell'aumento di capitale di Euro 41.320.904,00 - 30.128.900,00 = 11.192.004,00 da attribuirsi ai soci delle tre società che saranno fuse in LRH. Questo dato sommato al capitale di LRH porterà, per tutte le società coinvolte e per totali, al seguente concambio:

<b>SOCIETA' PARTECIPANTE ALLA FUSIONE</b>	<b>CAPITALE NUOVO</b>	<b>CAPITALE VECCHIO</b>
<b>LRH</b>	30.128.900,00	30.128.900,00
<b>Idrolario</b>	10.218.373,00	4.000.000,00
<b>CTA</b>	226.146,00	10.000,00
<b>Adda Acque</b>	747.481,00	2.850.000,00
<b>TOTALE</b>	41.320.900,00	36.988.900,00

La somma dei capitali sociali delle società partecipati alla Fusione ante operazione straordinaria è inferiore al capitale sociale di LRH che si prospetta post Fusione. Il tutto è derivante dalle valutazioni eseguite dalla società con il supporto degli Advisors ed è coerente con i principi valutativi e le norme di legge applicabili.

La suddivisione socio per socio del rapporto di concambio è stata calcolata con criterio matematico, arrotondando all'unità di Euro il calcolo del concambio di ogni socio. Questo metodo è senz'altro obiettivo e coerente, è stato correttamente applicato ed ha permesso di attribuire ai soci azioni del valore di Euro 1 cadauna.

Nel progetto di Fusione infatti si è modificato anche il valore nominale delle azioni di LRH passato da Euro 25,00.= per azione ad Euro 1,00.= (Vedi punto n. 2 – Atto costitutivo **Cfr. Doc. n. 2).**

Dato che diversi soci partecipano a più di una società coinvolta nella Fusione, il conteggio è stato eseguito società per società e poi per totali, portando alle seguenti risultanze.

Dettaglio concambio individuale.





**Motta Mario**  
Dottore Commercialista



CTA ADDA ACQUE

LRH						
N°	PROV.	SOCIO	AZIONI	QUOTA	% calc.	CONTABILE
1	LC	ABBADIA LARIANA	29.678	2,46%	2,4626%	€ 741.950
2	LC	AIRUNO	167	0,01%	0,0139%	€ 4.175
3	CO	ALBAVILLA	3.192	0,26%	0,2649%	€ 79.800
4	CO	ALSERIO	506	0,04%	0,0420%	€ 12.650
5	CO	ALZATE B.ZA	2.308	0,19%	0,1915%	€ 57.700
6	LC	ANNONE B.ZA	2.544	0,21%	0,2111%	€ 63.600
7	CO	ANZANO DEL PARCO	810	0,07%	0,0672%	€ 20.250
8	CO	AROSIO	2.472	0,21%	0,2051%	€ 61.800
9	LC	BALLABIO	35.203	2,92%	2,9210%	€ 880.075
10	LC	BARZAGO	146	0,01%	0,0121%	€ 3.650
11	LC	BARZANO	295	0,02%	0,0245%	€ 7.375
12	LC	BELLANO	40.082	3,33%	3,3259%	€ 1.002.050
13	LC	BOSISIO PARINI	4.972	0,41%	0,4126%	€ 124.300
14	CO	BRENNA	975	0,08%	0,0809%	€ 24.375
15	LC	BRIVIO	248	0,02%	0,0206%	€ 6.200
16	LC	BULCIAGO	169	0,01%	0,0140%	€ 4.225
17	CO	CABIA TE	3.509	0,29%	0,2912%	€ 87.725
18	LC	CALCO	237	0,02%	0,0197%	€ 5.925
19	CO	CANTÙ	20.916	1,74%	1,7355%	€ 522.900
20	CO	CAPRAGO INTIMIANO	2.477	0,21%	0,2055%	€ 61.925
21	CO	CARUGO	2.770	0,23%	0,2298%	€ 69.250
22	LC	CASATENOVO	832	0,07%	0,0690%	€ 20.800
23	LC	CASSAGO B.ZA	250	0,02%	0,0207%	€ 6.250
24	LC	CASSINA VALSASSINA	368	0,03%	0,0305%	€ 9.200
25	LC	CASTELLO B.ZA	125	0,01%	0,0104%	€ 3.125
26	LC	CERNUSCO LOMBARDO	7.008	0,58%	0,5815%	€ 175.200
27	LC	CESANA BRIANZA	23.874	1,98%	1,9810%	€ 596.850
28	LC	CMATE	36.645	3,04%	3,0407%	€ 916.125
29	LC	COLICO	673	0,06%	0,0558%	€ 16.825
30	LC	COLLE BRIANZA	23.179	1,92%	1,9233%	€ 579.475
31	LC	CORTENOVA	4.493	0,37%	0,3728%	€ 112.325
32	LC	COSTAMASNAGA	280	0,02%	0,0232%	€ 7.000
33	LC	CREMELLA	88	0,01%	0,0073%	€ 2.200
34	LC	CREMENO	438	0,04%	0,0363%	€ 10.950
35	LC	DERVIO	31.789	2,64%	2,6377%	€ 794.725
36	LC	DOLZAGO	123	0,01%	0,0102%	€ 3.075
37	LC	DORIO	5.963	0,49%	0,4948%	€ 149.075
38	LC	ELLO	16.694	1,39%	1,3852%	€ 417.350
39	LC	ERVE	673	0,06%	0,0558%	€ 16.825
40	LC	ESINO LARIO	300	0,02%	0,0249%	€ 7.500
41	LC	GALBIATE	82.890	6,88%	6,8779%	€ 2.072.250
42	LC	GARBAGNATE MONASTERO	131	0,01%	0,0109%	€ 3.275
43	LC	GARLATE	20.976	1,74%	1,7405%	€ 524.400
44	LC	IMBERSAGO	113	0,01%	0,0094%	€ 2.825
45	LC	INTROBIO	16.965	1,41%	1,4077%	€ 424.125
46	CO	INVERIGO	4.474	0,37%	0,3712%	€ 111.850
47	LC	LA VALLETTA BRIANZA	237	0,02%	0,0197%	€ 5.925
48	CO	LAMBRUGO	1.223	0,10%	0,1015%	€ 30.575
49	LC	LECCO	281.924	23,39%	23,3932%	€ 7.048.100
50	LC	LIERNA	23.289	1,93%	1,9324%	€ 582.225
51	LC	LOMAGNA	482	0,04%	0,0400%	€ 12.050
52	CO	LURAGO D'ERBA	2.613	0,22%	0,2168%	€ 65.325
53	LC	MALGRATE	29.806	2,47%	2,4732%	€ 745.150
54	LC	MANDELO DEL LARIO	79.625	6,61%	6,6070%	€ 1.990.625
55	CO	MARIANO COMENSE	10.929	0,91%	0,9069%	€ 273.225
56	LC	MERATE	35.520	2,95%	2,9473%	€ 888.000
57	LC	MISSAGLIA	620	0,05%	0,0514%	€ 15.500
58	LC	MOLTENO	180	0,01%	0,0149%	€ 4.500
59	CO	MONGUZZO	980	0,08%	0,0813%	€ 24.500
60	LC	MONTEVECCHIA	4.500	0,37%	0,3734%	€ 112.500
61	LC	MONTICELLO B.ZA	337	0,03%	0,0280%	€ 8.425
62	LC	NIBIONNO	203	0,02%	0,0168%	€ 5.075
63	CO	NOVEDRATE	1.485	0,12%	0,1232%	€ 37.125
64	LC	OGGIONO	13.372	1,11%	1,1096%	€ 334.300
65	LC	OLGIATE M.RA	1.764	0,15%	0,1464%	€ 44.100
66	LC	OLGINATE	44.293	3,68%	3,6753%	€ 1.107.325
67	LC	OSNAGO	6.383	0,53%	0,5296%	€ 159.575
68	LC	PADERNO D'ADDA	1.700	0,14%	0,1411%	€ 42.500
69	LC	PASTURO	23.028	1,91%	1,9108%	€ 575.700
70	LC	PERLEDO	2.857	0,24%	0,2371%	€ 71.425
71	LC	PESCATO	20.545	1,70%	1,7048%	€ 513.625
72	LC	PRIMALUNA	26.323	2,18%	2,1842%	€ 658.075
73	CO	PUSIANO	2.724	0,23%	0,2260%	€ 68.100
74	LC	ROBBATE	2.497	0,21%	0,2072%	€ 62.425
75	LC	ROGENO	156	0,01%	0,0129%	€ 3.900
76	LC	S. MARIA HOE	113	0,01%	0,0094%	€ 2.825
77	LC	SIRONE	140	0,01%	0,0116%	€ 3.500
78	LC	SIRTORI	184	0,02%	0,0153%	€ 4.600
79	LC	SUELLO	16.605	1,38%	1,3778%	€ 415.125
80	LC	TACENO	500	0,04%	0,0415%	€ 12.500
81	LC	VALGREGHENTINO	29.028	2,41%	2,4087%	€ 725.700
82	LC	VALMADRERA	84.292	6,99%	6,9943%	€ 2.107.300
83	LC	VARENNIA	12.763	1,06%	1,0590%	€ 319.075
84	LC	VERCURAGO	184	0,02%	0,0153%	€ 4.600
85	LC	VERDERIO	7.360	0,61%	0,6107%	€ 184.000
86	LC	VIGANÒ	167	0,01%	0,0139%	€ 4.175
87	LC	AZIENDA SPECIALE "UFFICIO D'AMBITO DI LECCO"	1.205	0,10%	0,1000%	€ 30.125
TOTALE			1.205.154	99,99%		30.128.900
						110.517.217





**Motta Mario**  
Dottore Commercialista



**IDROLARIO**  
IDROLARIO

CTA ADDA ACQUE



IDROLARIO					
n°	socio	QUOTA	CONTABILE	RIALTE	NUOVO C.A.T.
1	ABBADIA LARIANA	0,60%	€ 24.198	€ 226.750	€ 61.816
2	AIRUNO	0,44%	€ 17.686	€ 165.729	€ 45.181
3	ANNONE BRIANZA	0,62%	€ 24.830	€ 232.673	€ 63.431
4	BALLABIO	0,72%	€ 28.704	€ 268.974	€ 73.327
5	BARZAGO	0,38%	€ 15.356	€ 143.895	€ 39.228
6	BARZANO	0,78%	€ 31.162	€ 292.007	€ 79.606
7	BELLANO	0,82%	€ 32.682	€ 306.251	€ 83.489
8	BOSISIO PARINI	1,10%	€ 44.014	€ 412.439	€ 112.438
9	BRIVIO	0,66%	€ 26.250	€ 245.979	€ 67.058
10	BULCIAGO	0,45%	€ 17.884	€ 167.584	€ 45.686
11	CALCO	0,63%	€ 25.078	€ 234.996	€ 64.064
12	CASATENOVIO	2,20%	€ 88.114	€ 825.683	€ 225.095
13	CASSAGO BRIANZA	0,66%	€ 26.518	€ 248.490	€ 67.743
14	CASTELLO BRIANZA	0,33%	€ 13.226	€ 123.936	€ 33.787
15	CERNUSCO LOMBARDO	4,79%	€ 191.544	€ 1.794.887	€ 489.317
16	CESANA BRIANZA	1,24%	€ 49.742	€ 466.114	€ 127.071
17	CIVATE	1,97%	€ 78.848	€ 738.855	€ 201.425
18	COLLE BRIANZA	0,64%	€ 25.584	€ 239.738	€ 65.357
19	CORTENOVA	0,09%	€ 3.604	€ 33.772	€ 9.207
20	COSTAMASNAGA	0,74%	€ 29.676	€ 278.083	€ 75.810
21	CREMELLA	0,23%	€ 9.264	€ 86.809	€ 23.666
22	CREMENO	0,01%	€ 358	€ 3.355	€ 915
23	DERVIO	0,65%	€ 25.920	€ 242.887	€ 66.215
24	DOLZAGO	0,33%	€ 13.004	€ 121.856	€ 33.220
25	DORIO	0,12%	€ 4.862	€ 45.560	€ 12.420
26	ELLO	0,49%	€ 19.738	€ 184.957	€ 50.423
27	GALBIATE	3,89%	€ 155.736	€ 1.459.343	€ 397.842
28	GARBAGNATE MONA	0,35%	€ 13.860	€ 129.877	€ 35.407
29	GARLATE	0,84%	€ 33.782	€ 316.558	€ 86.299
30	IMBERSAGO	0,30%	€ 12.032	€ 112.747	€ 30.737
31	INTROBIO	0,35%	€ 13.832	€ 129.614	€ 35.335
32	LA VALLETTA BRIANZA	0,63%	€ 25.036	€ 234.603	€ 63.957
33	LECCO	5,77%	€ 230.860	€ 2.163.302	€ 589.753
34	LIERNA	0,47%	€ 18.678	€ 175.024	€ 47.715
35	LOMAGNA	1,28%	€ 51.046	€ 478.333	€ 130.402
36	MALGRATE	2,03%	€ 81.152	€ 760.445	€ 207.310
37	MANDELLO DEL LARIO	1,62%	€ 64.926	€ 608.397	€ 165.859
38	MERATE	23,90%	€ 956.114	€ 8.959.383	€ 2.442.482
39	MISSAGLIA	1,64%	€ 65.740	€ 616.025	€ 167.939
40	MOLTENO	0,47%	€ 18.974	€ 177.798	€ 48.471
41	MONTEVECCHIA	3,41%	€ 136.308	€ 1.277.291	€ 348.211
42	MONTECELLO BRIANZA	0,89%	€ 35.656	€ 334.119	€ 91.087
43	NIBIONNO	0,54%	€ 21.474	€ 201.225	€ 54.857
44	OGGIONO	2,86%	€ 114.254	€ 1.070.631	€ 291.872
45	OLGIATE MOLGORA	1,78%	€ 71.026	€ 665.558	€ 181.443
46	OLGINATE	2,03%	€ 81.228	€ 761.157	€ 207.504
47	OSNAGO	4,46%	€ 178.334	€ 1.671.101	€ 455.571
48	PADERNO D'ADDA	1,00%	€ 40.150	€ 376.230	€ 102.567
49	PASTURO	0,47%	€ 18.776	€ 175.943	€ 47.965
50	PERLEDO	0,06%	€ 2.330	€ 21.834	€ 5.952
51	PESCARATE	0,72%	€ 28.970	€ 271.467	€ 74.007
52	PRIMALUNA	0,54%	€ 21.464	€ 201.131	€ 54.832
53	ROBBATE	1,47%	€ 58.970	€ 552.586	€ 150.644
54	ROGENO	0,41%	€ 16.526	€ 154.859	€ 42.217
55	SANTA MARIA HOE	0,30%	€ 12.052	€ 112.935	€ 30.788
56	SIRONE	0,37%	€ 14.870	€ 139.341	€ 37.987
57	SIRTORI	0,49%	€ 19.608	€ 183.739	€ 50.090
58	SUELLO	0,86%	€ 34.328	€ 321.675	€ 87.694
59	VALGREGENTINO	1,05%	€ 42.122	€ 394.709	€ 107.605
60	VALMADRERA	5,42%	€ 216.674	€ 2.030.370	€ 553.514
61	VARENNA	0,26%	€ 10.406	€ 97.511	€ 26.583
62	VERDERIO	4,93%	€ 197.180	€ 1.847.699	€ 503.715
63	VIGANO' BRIANZA	0,44%	€ 17.680	€ 165.673	€ 45.165
TOTALE		1	4.000.000	37.482.490	10.218.373





**CTA**

n°	socio	QUOTA	NOMINALE	REALE	NUOVO CAPITALE
1	OLGINATE	74,30%	€ 7.430	€ 616.346	€ 168.026
2	VALGREGHENTINO	25,70%	€ 2.570	€ 213.191	€ 58.120
<b>TOTALE</b>		<b>100,00%</b>	<b>10.000</b>	<b>829.537</b>	<b>226.146</b>

**ADDA ACQUE**

n°	socio	%	CONTABILE	REALE	NUOVO CAPITALE
1	AIRUNO	17,87%	€ 509.295	€ 489.971	€ 133.575
2	BRIVIO	26,51%	€ 755.535	€ 726.869	€ 198.157
3	CALCO	10,19%	€ 290.415	€ 279.396	€ 76.168
5	LA VALLETTA	22,59%	643.815,00	€ 619.388	€ 168.856
4	OLGIATE MOLG	9,36%	€ 266.760	€ 256.639	€ 69.964
6	SANTA MARIA	12,95%	€ 369.075	€ 355.072	€ 96.799
7	VALGREGHENT	0,53%	€ 15.105	€ 14.532	€ 3.962
<b>TOTALE</b>		<b>100,00%</b>	<b>2.850.000</b>	<b>2.741.866</b>	<b>747.481</b>





**Motta Mario**  
Dottore Commercialista

Ministero dell'Economia  
e delle Finanze  
MARCA DA BOLLO  
€16,00  
SEDICI/00  
Entrate  
00003880 00005304 00028001  
00560906 12/07/2018 17:18:40  
4578-00088 AF43F62918988C21  
IDENTIFICATIVO: 01171051143249

0 1 17 105114 324 9



CTA ADDA ACQUE



## Capitale post fusione totale per socio partecipante e società.

N°	PROV.	SOCIO	IPH	IDROLARIO	CTA	ADDA ACQUE	TOTALE	Percentuale
1	LC	ABBADIA LARIANA	€ 741.950	€ 61.816			€ 803.766	1,9452%
2	LC	AIRUNO	€ 4.175	€ 45.181			€ 182.931	0,4427%
3	CO	ALBAVILLA	€ 79.800			€ 133.575	€ 79.800	0,1931%
4	CO	ALSERIO	€ 12.650				€ 12.650	0,0306%
5	CO	ALZATE B.ZA	€ 57.700				€ 57.700	0,1396%
6	LC	ANNONE B.ZA	€ 63.600	€ 63.431			€ 127.031	0,3074%
7	CO	ANZANO DEL PARCO	€ 20.250				€ 20.250	0,0490%
8	CO	AROSIO	€ 61.800				€ 61.800	0,1496%
9	LC	BALLABIO	€ 880.075	€ 73.327			€ 953.402	2,3073%
10	LC	BARZAGO	€ 3.650	€ 39.228			€ 42.878	0,1038%
11	LC	BARZANO	€ 7.375	€ 79.606			€ 86.981	0,2105%
12	LC	BELLANO	€ 1.002.050	€ 83.489			€ 1.085.539	2,6271%
13	LC	BOSISIO PARINI	€ 124.300	€ 112.438			€ 236.738	0,5729%
14	CO	BRESCIA	€ 24.375				€ 24.375	0,0590%
15	LC	BRIVIO	€ 6.200	€ 67.058		€ 198.157	€ 271.415	0,6568%
16	LC	BULCIAGO	€ 4.225	€ 45.686			€ 49.911	0,1208%
17	CO	CABATE	€ 87.725				€ 87.725	0,2123%
18	LC	CALCO	€ 5.925	€ 64.064		€ 76.168	€ 146.157	0,3537%
19	CO	CANTU	€ 522.900				€ 522.900	1,2655%
20	CO	CAPRAGO INTIMANO	€ 61.925				€ 61.925	0,1499%
21	CO	CARUGO	€ 69.250				€ 69.250	0,1676%
22	LC	CASATENOVO	€ 20.800	€ 225.095			€ 245.895	0,5951%
23	LC	CASSAGO B.ZA	€ 6.250	€ 67.743			€ 73.993	0,1791%
24	LC	CASSINA VALSASSINA	€ 9.200				€ 9.200	0,0223%
25	LC	CASTELLO B.ZA	€ 3.125	€ 33.787			€ 36.912	0,0893%
26	LC	CERNUSCO LOMBARDO	€ 175.200	€ 489.317			€ 664.517	1,6082%
27	LC	CESANA BRIANZA	€ 596.850	€ 127.071			€ 723.921	1,7519%
28	LC	CIATE	€ 916.125	€ 201.425			€ 1.117.550	2,7046%
29	LC	COLICO	€ 16.825	€ 0			€ 16.825	0,0407%
30	LC	COLLE BRIANZA	€ 579.475	€ 65.357			€ 644.832	1,5605%
31	LC	CORTENOVA	€ 112.325	€ 9.207			€ 121.532	0,2941%
32	LC	COSTAMASNAGA	€ 7.000	€ 75.810			€ 82.810	0,2004%
33	LC	CREMELLA	€ 2.200	€ 23.666			€ 25.866	0,0626%
34	LC	CREMONA	€ 10.950	€ 915			€ 11.865	0,0287%
35	LC	DERIVO	€ 794.725	€ 66.215			€ 860.940	2,0835%
36	LC	DOLZAGO	€ 3.075	€ 33.220			€ 36.295	0,0878%
37	LC	DORIO	€ 149.075	€ 12.420			€ 161.495	0,3908%
38	LC	ELLO	€ 417.350	€ 50.423			€ 467.773	1,1320%
39	LC	ERVE	€ 16.825				€ 16.825	0,0407%
40	LC	ESINO LARIO	€ 7.500				€ 7.500	0,0182%
41	LC	GALBIATE	€ 2.072.250	€ 397.842			€ 2.470.092	5,9778%
42	LC	GARBAGNATE MONASTERO	€ 3.275	€ 35.407			€ 38.682	0,0936%
43	LC	GARLATE	€ 524.400	€ 86.299			€ 610.699	1,4779%
44	LC	IMBERSAGO	€ 2.825	€ 30.737			€ 33.562	0,0812%
45	LC	INTROBIO	€ 424.125	€ 35.335			€ 459.460	1,1119%
46	CO	INVERIGO	€ 111.850				€ 111.850	0,2707%
47	LC	LA VALLETTA BRIANZA	€ 5.925	€ 63.957		€ 168.856	€ 238.738	0,5778%
48	CO	LAMBRUGO	€ 30.575				€ 30.575	0,0740%
49	LC	LECCO	€ 7.048.100	€ 589.753			€ 7.637.853	18,4842%
50	LC	LIERNA	€ 582.225	€ 47.715			€ 629.940	1,5245%
51	LC	LOMAGNA	€ 12.050	€ 130.402			€ 142.452	0,3447%
52	CO	LURAGO D'ERBA	€ 65.325				€ 65.325	0,1581%
53	LC	MALGRATE	€ 745.150	€ 207.310			€ 952.460	2,3050%
54	LC	MANDELLO DEL LARIO	€ 1.990.625	€ 165.859			€ 2.156.484	5,2189%
55	CO	MARIANO COMENSE	€ 273.225				€ 273.225	0,6612%
56	LC	MERATE	€ 888.000	€ 2.442.482			€ 3.330.482	8,0600%
57	LC	MISAGLIA	€ 15.500	€ 167.939			€ 183.439	0,4439%
58	LC	MOLTENO	€ 4.500	€ 48.471			€ 52.971	0,1282%
59	CO	MONGUZZO	€ 24.500	0			€ 24.500	0,0593%
60	LC	MONTEVECCHIA	€ 112.500	€ 348.211			€ 460.711	1,1150%
61	LC	MONTEBELLLO B.ZA	€ 8.425	€ 91.087			€ 99.512	0,2408%
62	LC	NIBIONNO	€ 5.075	€ 54.857			€ 59.932	0,1450%
63	CO	NOVEDRATE	€ 37.125				€ 37.125	0,0898%
64	LC	OGGIONO	€ 334.300	€ 291.872			€ 626.172	1,5154%
65	LC	OLGIATE MIRA	€ 44.100	€ 181.443		€ 69.964	€ 295.507	0,7152%
66	LC	OLGINATE	€ 1.107.325	€ 207.504	€ 168.026		€ 1.482.855	3,5886%
67	LC	OSNAGO	€ 159.575	€ 455.571			€ 615.146	1,4887%
68	LC	PADERNO D'ADDA	€ 42.500	€ 102.567			€ 145.067	0,3511%
69	LC	PASTURO	€ 575.700	€ 47.965			€ 623.665	1,5093%
70	LC	PERLEDO	€ 71.425	€ 5.952			€ 77.377	0,1873%
71	LC	PESCA TE	€ 513.625	€ 74.007			€ 587.632	1,4221%
72	LC	PRIMALUNA	€ 658.075	€ 54.832			€ 712.907	1,7253%
73	CO	PUSIANO	€ 68.100				€ 68.100	0,1648%
74	LC	ROBBIA TE	€ 62.425	€ 150.644			€ 213.069	0,5156%
75	LC	ROGGENO	€ 3.900	€ 42.217			€ 46.117	0,1116%
76	LC	S. MARIA HOE	€ 2.825	€ 30.788		€ 96.799	€ 130.412	0,3156%
77	LC	SIRONI	€ 3.500	€ 37.987			€ 41.487	0,1004%
78	LC	SIRTORI	€ 4.600	€ 50.090			€ 54.690	0,1324%
79	LC	SUELLO	€ 415.125	€ 87.694			€ 502.819	1,2169%
80	LC	TACENO	€ 12.500				€ 12.500	0,0303%
81	LC	VALGREGHENTINO	€ 725.700	€ 107.605	€ 58.120	€ 3.962	€ 895.387	2,1669%
82	LC	VALMADRERA	€ 2.107.300	€ 553.514			€ 2.660.814	6,4394%
83	LC	VARENNIA	€ 319.075	€ 26.583			€ 345.658	0,8365%
84	LC	VERCURAGO	€ 4.600				€ 4.600	0,0111%
85	LC	VERDERO	€ 184.000	€ 503.715			€ 687.715	1,6643%
86	LC	VIGANO	€ 4.175	€ 45.165			€ 49.340	0,1194%
87	LC	AZIENDA SPECIALE "UFFICIO D'AMBITO DI LECCO"	€ 30.125				€ 30.125	0,0729%
<b>TOTALE</b>			<b>30.128.900</b>	<b>10.218.373</b>	<b>226.146</b>	<b>747.481</b>	<b>41.320.900</b>	<b>100,0000%</b>



## **9. La frazionabilità della Fusione**

Nel progetto di Fusione si ribadisce che è precisato dagli Amministratori delle Società che ogni Fusione deve considerarsi come un'operazione autonoma nella relativa implementazione con la conseguenza che l'eventuale mancata approvazione da parte delle assemblee di una delle Società in ambito oppure la mancata sottoscrizione dell'atto di Fusione non impediranno lo svolgimento del progetto per le altre Società coinvolte ma renderanno esclusivamente necessario adattare il rapporto di cambio al nuovo assetto. Considerato che tale attività comporta solo l'applicazione matematica dei criteri definiti per la quantificazione del rapporto, gli organi amministrativi potranno procedere autonomamente senza necessità di sottoporre un nuovo progetto l'assemblea dei soci.

## **10. Lo statuto post Fusione**

La Società risultante dalla prospettata Fusione manterrà lo statuto sociale di Lario Reti Holding S.p.a. in relazione al quale è prevista la modifica del solo valore nominale di ogni singola azione che passa da Euro 25,00.= ad Euro 1,00.= e del capitale sociale che si incrementa per effetto della Fusione da Euro 30.128.900,00.= ad Euro 41.320.900,00.=.

## **11. Documentazione utilizzata**

Nello svolgimento del lavoro ho ottenuto direttamente dalle Società i documenti e le informazioni ritenute utili nella fattispecie.

Ho analizzato la documentazione ricevuta che elenco a seguire per significatività a titolo esemplificativo e non esaustivo:

- a) Bilancio di Lario Reti Holding S.p.a. al 31 dicembre 2017, assoggettato controllo di legittimità legale da parte del Collegio Sindacale nonché a revisione da parte della società di revisione la quale ha espresso il giudizio senza modifiche completo di Stato patrimoniale, Conto economico, Nota integrativa, Relazione sulla gestione, Relazione del Collegio Sindacale e Relazione di revisione;
- b) i bilanci delle altre Società che partecipano alla Fusione ed in particolare:
  - i. il bilancio d'esercizio della Società Idrolario S.r.l. approvato dall'Assemblea dei Soci predisposto in conformità dei Principi Contabili Nazionali emanati dall'Organismo Italiano di Contabilità (OIC), depositato in CCIAA, assoggettato a controllo di legittimità legale nonché a revisione da parte del Sindaco Unico,



- il quale ha espresso il giudizio senza modifiche, completo di Stato patrimoniale, Conto economico, Nota integrativa, Relazione sulla gestione, Relazione del Sindaco Unico;
- ii. il bilancio d'esercizio della Società C.T.A. S.r.l. redatto nella forma abbreviata ai sensi dell'art. 2435 bis c.c., approvato dall'Assemblea dei Soci predisposto in conformità dei Principi Contabili Nazionali emanati dall'Organismo Italiano di Contabilità (OIC), assoggettato a controllo di legittimità legale nonché a revisione da parte del sindaco unico, il quale ha espresso il giudizio senza modifiche, depositato in CCIAA completo di Stato patrimoniale, Conto economico, Nota integrativa, Relazione del Sindaco Unico;
  - iii. il bilancio d'esercizio della Società Adda Acque S.r.l. redatto nella forma della micro impresa ai sensi dell'art. 2435 ter c.c., approvato dall'Assemblea dei Soci predisposto in conformità dei Principi Contabili Nazionali emanati dall'Organismo Italiano di Contabilità (OIC), assoggettato a controllo di legittimità legale nonché a revisione da parte del Sindaco Unico (Revisore), il quale ha espresso il giudizio senza modifiche, depositato in CCIAA completo di Stato patrimoniale, Conto economico, Nota micro impresa, Relazione del Sindaco Unico (Revisore);
- c) Progetto di Fusione e allegati nonché Relazioni degli organi amministrativi delle società partecipanti alla Fusione che verranno presentate alle rispettive Assemblee Straordinarie e che propongono i rapporti di cambio identificati in dettaglio al precedente punto 8);
  - d) Fairness opinion predisposta dagli Advisors Dott. Giorgio Corti e Rag. Enrico Panzeri, con riferimento alle Società che partecipano alla Fusione finalizzate alla determinazione del valore economico di ciascuna Società;
  - e) Documentazione completa relativa alla fusione tra Le società esistenti nel 2008 ACEL S.p.a., Ecosystem Reti S.p.a., Ecosystem S.p.a., Rio Torto Reti S.p.a., Rio Torto Servizi S.p.a., CIAB S.p.a. fuse all'epoca per incorporazione in Lario Reti Holding S.p.a., compresa la relazione ex art. 2501 sexies allora emessa;
  - f) Fairness opinion emessa da PWC relativa alla Fusione AGAM eseguita con riferimento al 30 settembre 2017;
  - g) Relazione ex art. 2501 sexies relativa alla fusione AGAM emessa da EY S.p.a.;
  - h) Altri documenti alla presente allegati.





**Motta Mario**  
Dottore Commercialista



**CTA ADDA ACQUE**

## **12. Difficoltà di valutazione incontrate dagli Amministratori**

Nelle relazioni degli Amministratori delle Società partecipanti all'Operazione di Fusione predisposta ai sensi dell'art. 2501 quinquies del Codice Civile, gli Amministratori menzionano le seguenti difficoltà valutative:

*"Nello sviluppo delle valutazioni non sono state incontrate particolari difficoltà oltre a quelle di seguito descritte e analizzate:*

*le analisi valutative sono state condotte sulla base di dati di natura estimativa con proiezione dei risultati certi realizzati nell'ultimo biennio, assumendoli come ragionevole base previsionale. Questi dati, per quanto accurati e pur riflettendo in maniera appropriata le contingenze ed aspettative delle Società, sono soggetti a variazioni dovute al mutamento dello scenario regolamentare e normativo regionale, del mercato in cui le Società operano, del rinnovo delle concessioni pubbliche o dell'esito della partecipazione a gare pubbliche, ed in generale della situazione macroeconomica e di finanza pubblica a livello nazionale, regionale e degli enti pubblici locali.*

*La valutazione delle società partecipanti alla fusione si basa sull'invarianza del capitale netto al momento della efficacia della fusione, che avverrà a distanza di un anno circa dal riferimento temporale preso per la stima. Tale assunto si scontra peraltro con la normale volatilità delle condizioni di gestione e soprattutto con la variabile dell'ottenimento in misura diversa dal preventivato dei contributi straordinari riconosciuti sui vigenti contratti di servizio. È tuttavia importante rilevare che tale variabilità è mitigata dal fatto che tutte le società incorporate già ad oggi hanno delegato la gestione del ciclo idrico di proprio pertinenza alla società incorporante. Le due società operative (LRH e Idrolario) sommano oltre il 97,5% del valore complessivo della società risultante dalla fusione. Le stesse sono accomunate dall'incertezza che il divenire operativo e gestionale determina in ogni situazione imprenditoriale. Pertanto, la valutazione effettuata con l'applicazione del DCF già considera il divenire. Ciò comporta che il passare del tempo sino all'esecuzione della fusione sia già considerato nelle valutazioni delle due società che tra di loro si pongono in termini relativi e non assoluti.*

*Le altre due società sono invece di entità trascurabile in relazione al valore aggregato complessivo e tali da non condizionare in modo sensibile i risultati della fusione."*

Le difficoltà enunciate dagli organi amministrativi sono connaturate con ogni situazione in divenire e quindi sono da definirsi ordinarie e ragionevoli.







In aggiunta il sottoscritto ritiene di effettuare alcune segnalazioni, che hanno diretto impatto proprio sulle difficoltà valutative affrontate e sul loro superamento.

Rilevo che gli Amministratori di Lario Reti Holding S.p.a. hanno ritenuto di non avvalersi di alcuni esperto indipendente diverso dagli Advisors ai fini della valutazione del valore economico della Società al 31 dicembre 2017. Ciò perché gli stessi hanno valutato, dopo propria verifica, congrui i valori espressi nel bilancio al 31 dicembre 2017, senza necessità di apportare rettifiche al patrimonio netto contabile a tale data, diverse da quelle legate a motivazioni di nature contabile e finanziaria aventi impatto sulle situazioni di riferimento.

La scelta appare congrua.

Con riferimento alla metodologia di valutazione utilizzata, evidenzio quanto segue:

- la scelta del metodo di valutazione è stata effettuata tenendo conto che la valutazione del patrimonio di un soggetto che eroga servizi pubblici comporta per il l'estimatore una serie di difficoltà in più rispetto ad ogni operazione simile. Le complicazioni risultano strettamente connesse alla specifica tipologia di servizi erogati e del settore di appartenenza da Società quale titolo esemplificativo:
  - a) n. elevato di clienti-utenti e volumi d'affari singoli anche risibili, ma complessivamente talvolta elevati;
  - b) caratteristiche peculiari del patrimonio costituito principalmente da, impianti di depurazione e reti di collegamento delle acque nonché di terreni, acquistati e costruiti in epoca remota, oggetto di successivi interventi di manutenzione, ampliamento e addizioni;
  - c) la predominanza, già livello di dati contabili, dei valori delle immobilizzazioni tecniche rispetto ad altre tipologie di beni immobili e mobili.

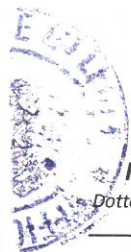
Tali difficoltà sono state superate dagli Amministratori e dai periti valutatori a cui gli Amministratori hanno fatto ricorso mantenendo come valido il valore contabile, sia per riferimento alla normativa sull'ambiente che per l'inesistenza di fatto di un mercato dei beni asserviti al servizio idrico.

Tale scelta appare congrua;

- la stima del patrimonio netto effettivo delle Società incorpora comunque elementi di soggettività nell'individuazione e nella valutazione dei flussi finanziari e dei metodi di attualizzazione degli stessi che non possono essere superati se non con riferimento alla ragionevolezza e ricostruibilità.

Anche in questo caso le scelte eseguite appaiono congrue.





**Motta Mario**  
Dottore Commercialista



**CTA ADDA ACQUE**

### 13. Conclusioni

Sulla base della documentazione esaminata e delle procedure sopra indicate, e tenuto conto della natura e portata del mio lavoro come illustrati nella presente Relazione, ritengo che:

- il metodo di valutazione adottato dagli Amministratori delle Società partecipanti all'Operazione di Fusione, anche sulla base delle indicazioni fornite dall'Advisors, descritto in analisi e motivato società per società nella presente, sia adeguato, in quanto nella circostanza ragionevole e non arbitrario;
- il procedimento adottato dagli Amministratori per la determinazione dei valori economici delle Società partecipanti all'Operazione è stato da me verificato nel punto 7) della presente ed è risultato applicato in maniera coerente ed omogenea per tutte le Società tenuto conto delle differenze tra le stesse;
- l'importanza relativa di ogni metodo di valutazione utilizzato si evince dalle valutazioni stesse. Il metodo assolutamente prevalente è quello del misto patrimoniale/DCF sulla base del quale si è valutato il 97,64% del patrimonio reale totale delle società in corso di fusione. Il metodo patrimoniale è stato applicato al solo 2,36% del valore complessivo del patrimonio di fusione;
- sulla base dei valori risultanti dalla valutazione delle singole società sono stati costruiti i rapporti di cambio che sono esposti nel punto 8) della presente relazione, prima per totale società e poi in dettaglio per socio. Gli stessi sono stati ricalcolati dal sottoscritto e risultano corretti.

#### Elenco allegati:

- 1) Nomina ex art. 2501 sexies c.c.;
- 2) Progetto di Fusione;
- 3) Relazione degli amministratori di LRH alla fusione;
- 4) Relazione dell'amministratore unico di Idrolario alla fusione;
- 5) Relazione dell'amministratore unico di CTA alla fusione;
- 6) Relazione dell'amministratore unico di Adda Acque alla fusione;
- 7) Statuto LRH post fusione;
- 8) Fairness Opinion Advisors;
- 9) Dividendo di Lario Reti Gas del 06 aprile 2018;
- 10) Dividendo di LRH del 3 maggio 2018;



**Motta Mario**  
Dottore Commercialista



CTA ADDA ACQUE



11) Dividendo di ACEL del 20 aprile 2018.



Dott. Mario Motta  








## UFFICIO DEL GIUDICE DI PACE DI LECCO

23900 LECCO C/so Promessi Sposi 27/C Tel. 0341/369.319 - Fax 0341/369.366

Cronologico n° 1575/18

### Verbale di asseverazione di perizia

L'anno 2018 addì 13 luglio in Lecco, nella Cancelleria dell'intestato Ufficio, avanti al sottoscritto Dirigente la Cancelleria, e' comparso il Sig. Mario Motta nato a Monza (MB) in data 16/08/1965, domiciliato a Lecco (Lc) in P.zza Lega Lombarda n. 3/A identificato con C.I. AU5957805 rilasciata dal sindaco di Albiate (MB) in data 16/07/2013 in corso di validità il quale fa richiesta di asseverare con giuramento la su estesa perizia.

Indi, verificata la regolarità fiscale dell'atto, previa ammonizione ex art. 483 c.p.(\*) sulla responsabilità che col giuramento assume,pronuncia nei modi di legge la seguente

formula: **"GIURO di avere bene e fedelmente adempiuto le operazioni affidatemi al solo scopo di far conoscere la verità"**

L.C.S.

Il richiedente



Il Dirigente la Cancelleria  
Dr. Leonardo Pupio



(\*) falsità ideologica commessa dal privato in atto pubblico

Nota Bene.L'Ufficio non assume alcuna responsabilità per quanto riguarda il contenuto della perizia con il giuramento di cui sopra.Dirigente La Cancelleria autorizzato con provvedimento Presidente Tribunale di Lecco in data 14.07.2000(prot. 980/2000)-decreto n.1846 del 22.10.2012-.rif. nota n°1622/99/U del 16.06.1999 Ministero della Giustizia-DIR.GEN.Aff.Civili.