





**RELAZIONE DEGLI ESPERTI RELATIVA AL PROGETTO DI FUSIONE PER  
INCORPORAZIONE DI ACQUA TOSCANA SPA, CONSIAG SPA E  
PUBLISERVIZI SPA IN ALIA SERVIZI AMBIENTALI SPA AI SENSI  
DELL'ART. 2501-SEXIES, COMMA QUARTO, DEL CODICE CIVILE**



*Agli azionisti di Alia Servizi Ambientali S.p.A.*

*Agli azionisti di Acqua Toscana S.p.A.*

*Agli azionisti di Consiag S.p.A.*

*Agli azionisti di Publiservizi S.p.A.*

## **1. Motivo ed oggetto dell'incarico**

A seguito di istanza di nomina presentata congiuntamente da Alia Servizi Ambientali S.p.A. (di seguito, "Alia" o "la Società Incorporante"), Acqua Toscana S.p.A., Consiag S.p.A. e Publiservizi S.p.A. (o collettivamente di seguito, "Società Incorporande") in data 24 maggio 2022 il Presidente del Tribunale di Firenze ha nominato (allegato 1) la Società Baker Tilly Revisa S.p.A. e il Dott. Iacopo Conti quali esperti comuni incaricati di redigere, ai sensi dell'art. 2501-*sexies*, comma quarto, del Codice Civile, la relazione sulla congruità del Rapporto di Cambio nell'ambito della Fusione per incorporazione di Acqua Toscana S.p.A., Consiag S.p.A., Publiservizi S.p.A. in Alia servizi ambientali S.p.A. (di seguito, l'"Operazione" o la "Fusione").

Per le finalità connesse allo svolgimento del nostro incarico, abbiamo acquisito i documenti relativi all'operazione di Fusione per incorporazione ed in particolare il progetto di Fusione per incorporazione approvato dai Consigli di Amministrazione di Alia (Società Incorporante), Acqua Toscana S.p.A., Consiag S.p.A. e Publiservizi S.p.A. (Società Incorporande) nelle date 28-29 aprile 2022, ai sensi e per gli effetti dell'art. 2501-*ter* del Codice Civile (di seguito, il "Progetto di Fusione") corredato dalle relazioni illustrative degli Amministratori ("Relazioni") che indicano, illustrano e giustificano, ai sensi dell'art. 2501-*quinquies* del Codice Civile, il Rapporto di Cambio.

In qualità di esperti abbiamo definito l'oggetto del lavoro, concordato le attività da svolgere ai fini dell'espletamento dell'Incarico, discusso e concordato le fasi del lavoro in itinere e condiviso le conclusioni finali. La struttura della Relazione è descritta nelle pagine seguenti.

## **2. Sintesi dell'operazione**

Le Società partecipanti alla prospettata operazione di Fusione per incorporazione svolgono la propria attività nel settore delle *Utilities*, fornendo servizi pubblici locali nella Regione Toscana.

Nell'ottica, dunque, di una riorganizzazione delle gestioni dei servizi pubblici, le Società hanno avviato la valutazione di una possibile operazione di aggregazione (l'"Aggregazione") tramite un'operazione di Fusione che comporterà l'annullamento di tutte le azioni delle Società Incorporande e l'assegnazione in concambio, mediante aumento di capitale, di nuove azioni ordinarie di Alia Servizi Ambientali S.p.A. ai soci delle Società Incorporande. Le nuove azioni avranno godimento regolare e le medesime caratteristiche delle azioni già in circolazione alla data di emissione.

Il Progetto complessivo si articola nelle seguenti fasi, strettamente collegate ed interconnesse tra loro:

- a) la Fusione per incorporazione di Acqua Toscana, Consiag e Publiservizi in Alia (la "Fusione"), da cui risulterà la creazione di un unico polo (multi-utility) per la gestione dei servizi locali nella Regione Toscana; e



- a) la Fusione per incorporazione di Acqua Toscana, Consiag e Publiservizi in Alia (la "Fusione"), da cui risulterà la creazione di un unico polo (multi-utility) per la gestione dei servizi locali nella Regione Toscana; e
- b) il conferimento nella Società Incorporante delle seguenti partecipazioni (i "Conferimenti"):

- (i) n. 30.134.618 azioni rappresentative del 20,6% del capitale sociale di Toscana Energia S.p.A., detenute dal Comune di Firenze; nonché
- (ii) n. 1.150.321 azioni rappresentative del 3,9% del capitale sociale di Publiacqua S.p.A., detenute dal Comune di Pistoia, o, nell'eventualità di esercizio della prelazione da parte degli altri soci, l'equivalente monetario di tale 3,9%.

In questo contesto, il nostro incarico, si è finalizzato nella redazione dell'art. 2501-*sexies* circa i Rapporti di Cambio di cui all'operazione menzionata al precedente punto (a).

Specifici documenti peritali, che esprimeranno le proprie autonome risultanze, saranno parte integrante delle operazioni di cui al punto (b).

Gli Amministratori delle varie Società nella loro relazione riferiscono come il Progetto di Fusione sia stato redatto, ai sensi dell'art. 2501-*quater*, Codice Civile, sulla base delle situazioni patrimoniali di riferimento al 31 dicembre 2021 di ciascuna delle Società partecipanti alla Fusione.

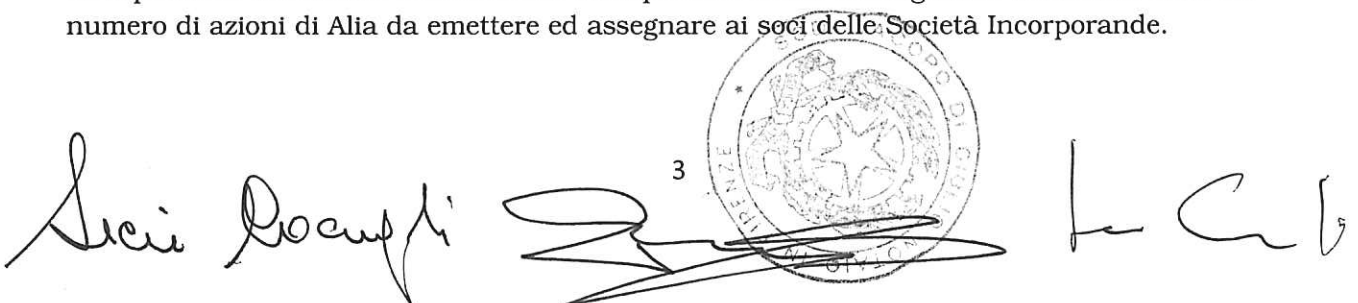
Data la natura e le attività delle Società oggetto di Fusione, è stata identificata la metodologia dell'Unlevered Discounted Free Cash Flow (DCF) quale metodo di valutazione comune, basato sull'analisi dei flussi di cassa operativi, scontati al 01/01/2022, data di riferimento della valutazione. Per le Società Incorporande, in considerazione della loro natura di holding, è stata fatta una valutazione per "somma delle parti" ("sum of the parts"), ovvero considerando separatamente le valutazioni con il metodo del DCF per le principali Società operative ed in particolare Acque S.p.A., Estra S.p.A., Publiacqua S.p.A., e Toscana Energia S.p.A.

Sulla base delle metodologie applicate gli Amministratori hanno raggiunto i seguenti range di valori di equity (c.d. Equity Value):

- (i) ad Acqua Toscana sono stati attribuiti valori di equity compresi tra euro 150 ed euro 206 milioni;
- (ii) a Consiag sono stati attribuiti valori di equity compresi tra euro 392 ed euro 447 milioni;
- (iii) a Publiservizi sono stati attribuiti valori di equity compresi tra euro 157 ed euro 184 milioni;
- (iv) ad Alia sono stati attribuiti valori di equity compresi tra euro 232 ed euro 338 milioni.

Successivamente, gli organi amministrativi delle Società partecipanti alla Fusione sono pervenuti alla determinazione del Rapporto di Cambio delle azioni delle Società Incorporande con azioni della Società Incorporante e alla conseguente determinazione del numero di azioni di Alia da emettere ed assegnare ai soci delle Società Incorporande.

3



The bottom of the page features three handwritten signatures in black ink. In the center, there is a circular official stamp of the Comune di Firenze, which is partially obscured by a large, bold signature. The stamp contains the text 'COMUNE DI FIRENZE' and 'UFFICIO DI LEGALITÀ' around a central emblem.

In particolare, gli Amministratori, hanno individuato, tenendo conto di un valore prossimo alla media degli intervalli di Rapporto di Cambio risultanti dalle loro valutazioni, un Rapporto di Cambio da sottoporre alle rispettive assemblee dei soci, descritto come di seguito:

- (i) per Acqua Toscana: ciascun socio riceverà in concambio n. 0,39 azioni di Alia per ogni azione Acqua Toscana;
- (ii) per Consiag: ciascun socio riceverà in concambio n. 0,96 azioni di Alia per ogni azione Consiag;
- (iii) per Publiservizi: ciascun socio riceverà in concambio n. 9,20 azioni di Alia per ogni azione Publiservizi.

I Rapporti di Cambio sopra indicati sono arrotondati al secondo decimale.

La Società Incorporante, per effetto della Fusione, realizzerà un aumento del proprio capitale sociale da euro 94.000.000,00 a euro 299.905.519, con un aumento iniziale di euro 225.848.513, con susseguente annullamento di n. 19.942.994 azioni proprie detenute ante fusione da Publiservizi e Consiag, tramite emissione di n. 205.905.519 azioni del valore nominale di 1 euro da assegnarsi ai soci delle Società Incorporande sulla base del Rapporto di Cambio sopra indicato e il successivo annullamento delle azioni di Alia detenute da Publiservizi e Consiag.

In particolare:

- (i) ai soci di Acqua Toscana verranno assegnate n. 31.132.947 azioni della Società Incorporante, già al netto delle azioni attribuibili a Consiag e pertanto oggetto di annullamento;
- (ii) ai soci di Consiag verranno assegnate n. 138.422.072 azioni della Società Incorporante;
- (iii) ai soci di Publiservizi verranno assegnate n. 56.293.495 azioni della Società Incorporante.

Tenuto conto che l'importo dell'aumento di capitale complessivamente derivante dalla Fusione non è superiore al valore contabile netto dei patrimoni delle Società Incorporande, la Fusione non comporta di per sé la rivalutazione di beni delle Società Incorporande rispetto al valore contabile loro assegnato da dette Società, non rendendosi quindi necessaria la relazione di stima di cui all'art. 2343 o di cui all'art. 2343-ter, del Codice Civile.

A seguito del perfezionamento della Fusione, come sopra premesso, le azioni rappresentative del capitale sociale delle Società Incorporande verranno annullate.

Nell'ambito delle modalità di assegnazione delle azioni non sono previsti conguagli in denaro e non saranno emesse azioni frazionarie. Pertanto, nel caso in cui, in applicazione del Rapporto di Cambio, agli azionisti delle Società Incorporande non venisse attribuito un numero intero di azioni di Alia, i resti saranno annullati, fatta salva la facoltà dei soci di negoziare i resti e/o la facoltà di uno o più soci di mettere a disposizione le proprie azioni per effettuare le operazioni di quadratura.

Come riportato nelle Relazioni degli Organi amministrativi, l'efficacia della Fusione sarà sospensivamente condizionata al verificarsi delle seguenti condizioni:

(1) nel caso in cui la Fusione dovesse essere soggetta a oneri di notifica all'Autorità Garante della Concorrenza e del Mercato ai sensi della legge 287/1990 e/o ad altra autorità nazionale o sovranazionale che risulti competente in materia di concentrazioni ai sensi della normativa applicabile (congiuntamente, "Autorità Antitrust"), l'autorizzazione senza condizioni della Fusione da parte dell'Autorità Antitrust competente (tramite un provvedimento che deliberi di non avviare o chiudere l'istruttoria, oppure per lo spirare dei termini previsti), ovvero l'autorizzazione subordinata a una o più condizioni e/o impegni e/o prescrizioni, purché puramente comportamentali e tali da non incidere in modo significativo sul ritorno atteso dell'investimento come stimato dalle Parti;

(2) nel caso in cui la Fusione dovesse essere soggetta a oneri di notifica alla Presidenza del Consiglio dei Ministri ("Autorità GP") ai sensi del Decreto Legge 15 marzo 2012 n. 21 (come successivamente modificato e integrato), l'autorizzazione senza condizioni della Fusione da parte dell'Autorità GP (tramite una dichiarazione di non applicabilità della relativa normativa al caso di specie, oppure per lo spirare dei termini previsti per l'esercizio dei poteri speciali), ovvero l'autorizzazione subordinata a obblighi di carattere informativo nei confronti dell'Autorità GP o a obblighi preordinati alla protezione delle informazioni delle Parti;

(3) il mancato verificarsi di alcun Evento Pregiudizievole Rilevante (così come definito nel Progetto di Fusione) tra la data del Progetto di Fusione e la data di sottoscrizione dell'atto di Fusione non noto a una o più delle Società partecipanti alla Fusione;

(4) con riferimento alla Fusione, il positivo decorso del termine di 60 (sessanta) giorni di cui all'art. 2503 e, ove applicabile, dell'art. 2503-bis, del Codice Civile senza alcuna opposizione da parte dei creditori (e degli eventuali obbligazionisti, se esistenti) delle Società partecipanti alla Fusione, ovvero in caso di opposizione, l'ottenimento di un provvedimento favorevole all'implementazione della Fusione da parte dell'Autorità competente o la positiva definizione dell'opposizione medesima;

(5) il rilascio del parere positivo degli esperti sul Rapporto di Cambio della Fusione, espresso nella relazione sulla congruità del Rapporto di Cambio di cui all'art. 2501-sexies del Codice Civile.

È altresì previsto che le Società partecipanti alla Fusione prevedono di sottoporre alle rispettive assemblee la proposta di distribuzione di parte dei dividendi esistenti, anteriormente al perfezionamento della Fusione e nei limiti concordati ai fini della definizione del Rapporto di Cambio.

A tale riguardo:

- (i) l'organo amministrativo di Consiag sottoporrà all'approvazione dell'assemblea la distribuzione di dividendi per un totale di euro 11.500.000,00;
- (ii) l'organo amministrativo di Acqua Toscana sottoporrà all'approvazione dell'assemblea la distribuzione di dividendi per un totale di euro 4.253.462,35;
- (iii) l'organo amministrativo di Publiservizi sottoporrà all'approvazione dell'assemblea la distribuzione di dividendi per un totale di euro 2.500.000,00.

Inoltre, l'organo amministrativo di Estra S.p.A., partecipata al 39,6% da Consiag, sottoporrà all'approvazione dell'assemblea la distribuzione di dividendi per un totale di euro 16.000.000, l'organo amministrativo di Publiacqua S.p.A., di cui Acqua Toscana detiene il 53,2% del capitale e Publiservizi lo 0,4%, sottoporrà all'approvazione

Lucio Ceppi

5

Luigi

dell'assemblea la distribuzione di dividendi per un totale di euro 8.000.000; l'organo amministrativo di Toscana Energia S.p.A., in cui Publiservizi detiene una partecipazione del 10,4%, sottoporrà all'approvazione dell'assemblea la distribuzione di dividendi per un totale di euro 28.380.212,52.

Infine, gli Amministratori evidenziano che sull'azionariato come configurato a seguito dell'applicazione dei Rapporti di Cambio, s'innestano gli accordi intercorsi tra alcuni soci di Alia in esecuzione di patti tra loro esistenti, tra cui il Patto Parasociale del 2017 e l'accordo risultante dalla delibera di assemblea straordinaria di Alia del 16 dicembre 2021.

In forza di tali accordi i soci di Alia, tra cui Publiservizi e Consiag che hanno approvato contestualmente lo stesso progetto di Fusione, hanno manifestato la volontà di riallocare tra loro una percentuale di azioni di Alia a loro spettanti nel contesto della Fusione corrispondente allo 0,5% del totale delle azioni della Società, come indicato nella seconda tabella del Paragrafo 5. Tale riallocazione, che viene proposta dagli organi amministrativi delle Società partecipanti alla Fusione su indicazione informale dei soci interessati, è soggetta all'approvazione da parte dei soci stessi nel contesto dell'approvazione del progetto di Fusione, fermo restando che Publiservizi e Consiag manifestano il proprio consenso a questa attribuzione con l'approvazione del Progetto di Fusione.

Gli effetti giuridici della Fusione decorreranno, ai sensi dell'art. 2504-bis, secondo comma, del Codice Civile, dalla data che sarà indicata nell'atto di Fusione, la quale non potrà essere anteriore alla data in cui sarà eseguita presso il competente Registro delle Imprese l'ultima delle iscrizioni previste dall'art. 2504, del Codice Civile.

A partire dalla data di efficacia della Fusione, la Società Incorporante subentrerà di pieno diritto in tutto il patrimonio, attività e passività, di ciascuna delle Società Incorporande e in tutte le ragioni, azioni e diritti, come in tutti gli obblighi, impegni e doveri di qualsiasi natura facenti capo alle medesime, in conformità a quanto previsto dall'art. 2504-bis, comma 1, del Codice Civile.

Ai fini contabili e per gli effetti di cui all'art. 2501-ter, primo comma, n. 6, del Codice Civile, le operazioni di ciascuna delle Società Incorporande saranno imputate al bilancio della Società Incorporante, ai sensi dell'art. 2504-bis, terzo comma, del Codice Civile, a decorrere dalla data di efficacia della Fusione.

Ai fini fiscali, la Fusione avrà effetto a decorrere dalla medesima data ai sensi dell'art. 172, quarto comma, del Testo Unico delle Imposte sui Redditi, approvato con D.P.R. 22 dicembre 1986, n. 917 e successive modifiche ("TUIR").

### **3. Le Società coinvolte nell'operazione di Fusione e la governance**

#### a) Società Incorporante

**Alia Servizi Ambientali S.p.A.**, avente sede legale in Via Baccio da Montelupo 52, 50142, Firenze (FI), iscritta nel Registro delle Imprese di Firenze, codice fiscale n. 04855090488 e capitale sociale deliberato, versato e sottoscritto pari ad euro 94.000.000,00, suddiviso in 94.000.000 azioni dal valore nominale di euro 1,00 ciascuna, così suddivise:



Socio	%	n. azioni / valore
Comune di Firenze	58,19%	54.695.590
Comune di Prato	15,10%	14.196.840
Publiservizi	13,32%	12.520.250
Consiag	7,90%	7.422.744
Altri	5,49%	5.164.576
<b>Totale</b>	<b>100%</b>	<b>94.000.000</b>

Alia è una Società per azioni, con capitale interamente riferibile a soci pubblici, attiva principalmente nelle province appartenenti all'Ambito Territoriale Ottimale "ATO Toscana Centro", così come delineato ai sensi della legge regionale toscana 28 dicembre 2011, n. 69.

Nasce come Società risultante dalla Fusione per incorporazione di A.S.M. – Ambiente/Servizi Mobilità S.p.A. ("ASM"), Publiambiente S.p.A. e CIS S.r.l. in Quadrifoglio S.p.A. (precedente denominazione sociale di Alia), eseguita mediante atto a rogito del Notaio Cambi, sottoscritto in data 24 febbraio 2017, n. rep. 22525, n. racc. 9626, registrato a Firenze in data 27 febbraio 2017 al n. 5849 serie 1T.


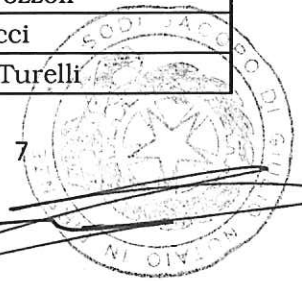

Come Società è concessionaria del servizio di gestione integrata dei rifiuti urbani e assimilati, ai sensi dell'art. 26, comma 6 della legge regionale toscana n. 61/2007, per l'area di competenza dell'intero ATO Toscana Centro. Alia opera attualmente come affidataria, a seguito di gara di procedura ad evidenza pubblica, non in regime di *in-house providing*.

Il suo oggetto sociale include, *inter alia*, l'esercizio diretto e/o indiretto, tramite partecipazione a Società di qualunque tipo, enti, consorzi o imprese e la gestione (anche in regime di concessione) dei servizi ambientali (ivi inclusi quelli di igiene urbana, raccolta e smaltimento dei rifiuti).

#### Organi sociali

Consiglio di Amministrazione	
Carica	Nome e Cognome
Presidente	Nicola Ciolini
Vice Presidente	Claudio Toni
Amministratore Delegato	Alberto Irace
Consigliere	Francesca Vignolini
Consigliere	Vanessa De Feo

Collegio Sindacale	
Carica	Nome e Cognome
Presidente	Stefano Pozzoli
Sindaco Effettivo	Silvia Bocci
Sindaco Effettivo	Gabriele Turelli

Sindaco supplente	Antonella Giovannetti
Sindaco supplente	Fausto Antonio Gonfiantini

b) Società Incorporande

**Acqua Toscana S.p.A.**, avente sede legale in Piazza Leon Battista Alberti 1/A – 50136 Villa Arrivabene, Firenze (FI), iscritta nel Registro delle Imprese di Firenze, codice fiscale n. 07107290483 e capitale sociale interamente versato di euro 150.000.000,00, suddiviso in 150.000.000 azioni dal valore nominale di euro 1,00 ciascuna, così suddivise:

Socio	%	n. azioni / valore
Consiag	46,91%	70.357.725
Comune di Firenze	40,75%	61.122.002
Comune di Figline e Incisa Valdarno	2,09%	3.130.395
Comune di Pontassieve	1,97%	2.948.251
Altri	8,29%	12.441.627
<b>Totale</b>	<b>100%</b>	<b>150.000.000</b>

Acqua Toscana è una Società per azioni costituita in data 14 giugno 2021, a capitale interamente pubblico, tra i cui soci risultano principalmente 32 Comuni oltre Consiag S.p.A., la Città Metropolitana di Firenze e le Province della Regione Toscana, enti pubblici, enti pubblici economici, Società di capitali a integrale partecipazione pubblica.

Nasce dalla volontà della maggior parte dei Comuni soci di Publiacqua S.p.A. di assicurare una gestione unitaria e meno frammentata delle partecipazioni in Publiacqua S.p.A. Acqua Toscana ha così assunto il ruolo di *holding* pura di partecipazioni.

Il suo oggetto sociale include, *inter alia*, l'esercizio, esclusivamente per conto dei soci, delle attività di assunzione e gestione di partecipazioni in Società e/o enti costituiti o costituendi ed il loro coordinamento.

Organi sociali

Amministratore Unico	
Carica	Nome e Cognome
Amministratore Unico	Simone Faggi

Collegio Sindacale	
Carica	Nome e Cognome
Presidente	Jacopo Lisi
Sindaco Effettivo	Marco Viviani



Sindaco Effettivo	Claudia Perri
Sindaco supplente	Martina Capanni
Sindaco supplente	Giancarlo Viccaro

**Consiag S.p.A.**, avente sede legale in Via Ugo Panziera 16, 59100, Prato (PO), iscritta nel Registro delle Imprese di Pistoia-Prato, codice fiscale n. 00923210488 e capitale sociale interamente versato di euro 143.581.967,00, suddiviso in 143.581.967 azioni dal valore nominale di euro 1,00 ciascuna, così suddivise:

Socio	%	n. azioni / valore
Comune di Prato	36,60%	52.554.735
Comune di Sesto Fiorentino	9,18%	13.185.104
Comune di Scandicci	9,08%	13.033.336
Comune di Agliana	2,24%	3.214.023
Altri	42,90%	61.594.769
<b>Totale</b>	<b>100%</b>	<b>143.581.967</b>

Consiag è una Società per azioni costituita in data 27 aprile 1974, a capitale interamente pubblico. Nasce dalla volontà di alcuni comuni del territorio della Provincia di Firenze e della Provincia di Prato di costituire una Società che gestisse i diversi servizi pubblici locali erogati sul territorio, con particolare riferimento ai settori del gas e dell'idrico. In seguito, Consiag ha fondato una serie di Società specifiche (tra cui Estra S.p.A. e Publiacqua S.p.A.) al fine di differenziare la propria offerta in differenti settori economici, quali la vendita del gas, le telecomunicazioni, i servizi energetici ed idrici, qualificandosi quindi oggi come *holding* pura di partecipazioni.

Il suo oggetto sociale include, *inter alia*, la gestione diretta e indiretta, anche tramite Società partecipate, di attività inerenti ai settori di gas, telecomunicazioni, energetici, idrici, informatici, servizi pubblici ed alle imprese.

#### Organi sociali

<b>Amministratore Unico</b>	
Carica	Nome e Cognome
Amministratore Unico	Nicola Perini

<b>Collegio Sindacale</b>	
Carica	Nome e Cognome
Presidente	Silvia Bocci
Sindaco Effettivo	Roberto Natali
Sindaco Effettivo	Luca Bagnini
Sindaco supplente	Antonella Giovannetti
Sindaco supplente	Massimo Conte

*Lucio Cecchi*

*[Signature]*

*[Signature]*



**Publiservizi S.p.A.**, avente sede legale in Via Garigliano 1, 50053, Empoli (FI), iscritta nel Registro delle Imprese di Firenze, codice fiscale n. 91002470481 e capitale sociale interamente versato di euro 31.621.353,72, suddiviso in 6.116.316 azioni dal valore nominale di euro 5,17 ciascuna così suddivise:

<b>Socio</b>	<b>%</b>	<b>valore</b>
Comune di Pistoia	26,15%	8.268.546
Comune di Empoli	21,00%	6.639.738
Comune di Fucecchio	8,38%	2.650.550
Comune di Castelfiorentino	6,40%	2.024.039
Altri	38,07%	12.038.479
<b>Totale</b>	<b>100%</b>	<b>31.621.354</b>

Publiservizi è una Società per azioni costituita in data 18 aprile 1995, a capitale interamente pubblico.

Nasce come Società conferitaria e funzionale alla gestione industriale di servizi pubblici locali (ciclo idrico integrato, gas metano, igiene ambientale e piscine comunali) di riferimento per una platea ampia di Comuni. A seguito del conferimento a distinte Società di scopo della gestione dei singoli servizi pubblici, ha assunto il ruolo di *holding* pura di partecipazioni.

Il suo oggetto sociale comprende, *inter alia*, le attività di studio, ricerca, consulenza e assistenza tecnica e finanziaria ad enti pubblici e alle Società partecipate nel settore dei pubblici servizi esercitati, nonché lo svolgimento di servizi amministrativi, tecnici, commerciali, per conto degli Enti pubblici e delle Società partecipate e l'attività di coordinamento finanziario delle Società partecipate.

#### Organi sociali

<b>Consiglio di Amministrazione</b>	
<b>Carica</b>	<b>Nome e Cognome</b>
Presidente	Marco Baldassarri
Amministratore Delegato	Filippo Sani
Consigliere	Lucia Coccheri

<b>Collegio Sindacale</b>	
<b>Carica</b>	<b>Nome e Cognome</b>
Presidente	Stefano Giraldi
Sindaco Effettivo	Leonardo Sforzi
Sindaco Effettivo	Olimpia Banci
Sindaco supplente	Valentina Vanni
Sindaco supplente	Luca Poggialini

#### **4. Natura e portata della Relazione ex art. 2501-sexies c.c.**

Al fine di fornire agli azionisti di Alia Servizi Ambientali S.p.A., Acqua Toscana S.p.A., Consiag S.p.A. e Publiservizi S.p.A. idonee informazioni sul Rapporto di Cambio, la presente relazione indica anzitutto i metodi seguiti dagli Amministratori per la sua determinazione e le eventuali difficoltà di valutazione dagli stessi incontrate; essa contiene, inoltre, il nostro parere sull'adeguatezza, nelle circostanze di tali metodi, sotto il profilo della loro ragionevolezza e non arbitrarietà, nonché sulla loro corretta applicazione.

Nell'espletamento del presente incarico abbiamo esaminato i metodi seguiti per la determinazione del rapporto di cambio e l'importanza relativa attribuita a ciascuno di essi nella determinazione del valore adottato.

#### **5. Il quadro normativo e le finalità della presente relazione**

L'attestazione della congruità del Rapporto di Cambio fissato dal management delle Società partecipanti alla Fusione, destinata alle Assemblee delle Società, viene effettuata al fine di assolvere alle disposizioni di cui all'art. 2501-sexies c.c.

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

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

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

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

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

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



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

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

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

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

All'esperto, infatti, non è richiesta un'autonoma stima 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.

Al fine di redigere un'analisi valutativa coerente, gli Amministratori delle Società partecipanti alla fusione si sono avvalsi del supporto degli Advisor Finanziari MedioBanca Credito Finanziario e Banca IMI-Gruppo Intesa San Paolo (di seguito "Advisors" o "Consulenti") delle Società, le cui risultanze sono contenute nel documento (all. 3) "Documento di valutazione"

Le conclusioni emerse dal lavoro svolto, ed esposte nella presente Relazione, sono basate sull'insieme delle indicazioni e delle considerazioni in essa contenute. Ne consegue 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.

## **6. Documentazione utilizzata**

Nello svolgimento del nostro lavoro abbiamo ottenuto dalle Società coinvolte, con il ruolo di coordinatore da parte di Alia secondo apposito protocollo di intesa stipulato fra le parti, i documenti e le informazioni ritenuti utili nella fattispecie. A tal fine, abbiamo analizzato la documentazione messa a nostra disposizione e, in particolare:

- il Progetto di Fusione e le Relazione degli Amministratori (compresi i suoi allegati quali il dossier sulla valutazione e la sintesi del Progetto Multiutility), approvati in via definitiva dagli Organi di Amministrazione delle Società interessate in

data 29 aprile 2022;

- la relazione di stima delle Società partecipanti alla Fusione, eseguita da Mediobanca e IMI Intesa Sanpaolo ("Advisors" o "Consulenti") su incarico congiunto delle Società, dal titolo "*Documentato valutazione*" (di seguito, la "Relazione Mediobanca – Intesa").

Tale relazione, datata aprile 2022, espone analiticamente i metodi di valutazione adottati, le ragioni della loro scelta, i valori risultanti dalla loro applicazione e le considerazioni formulate al riguardo dagli Amministratori;

- le situazioni patrimoniali di riferimento ai sensi dell'art. 2501-*quater*, sesto comma, del Codice Civile (di seguito, "Situazioni Patrimoniali") e in particolare:

- per l'Incorporante, i bilanci d'esercizio al 31 dicembre 2021 e al 31 dicembre 2020, approvati dall'Assemblea ordinaria degli azionisti in data 5 maggio 2022 e in data 9 luglio 2021 corredati dalle relazioni sulla gestione redatte dagli Amministratori;

- per Consiag, il bilancio d'esercizio al 31 dicembre 2020, approvato dall'Assemblea ordinaria degli azionisti in data 29 giugno 2021 corredato dalla relazione sulla gestione redatta dagli Amministratori, Bilancio al 31 dicembre 2021 adottato dall'Amministratore Unico corredato da rendiconto finanziario e nota integrativa ed ancora in fase di approvazione da parte dell'Assemblea alla data della presente relazione:

- per Publiservizi il bilancio d'esercizio al 31 dicembre 2020, approvato dall'Assemblea ordinaria degli azionisti in data 15 giugno 2021 corredato dalla relazione sulla gestione redatta dagli Amministratori, il bilancio d'esercizio al 31 dicembre 2021, approvato dall'Assemblea ordinaria degli azionisti in data 5 luglio 2022

- per Acqua Toscana, la situazione economico – patrimoniale pre-consuntiva al 31 dicembre 2021, essendo stata costituita nel giugno 2021; Bilancio al 31 dicembre 2021 adottato dall'Amministratore Unico corredato da rendiconto finanziario e nota integrativa;

- relazioni delle Società di revisione, in particolare:

- per l'Incorporante, relazioni della Società di revisione PricewaterhouseCoopers emesse in data 14 aprile 2022 e 14 giugno 2021 rispettivamente sui bilanci 2021 e 2020. La relazione della Società di revisione è emessa senza rilievi;

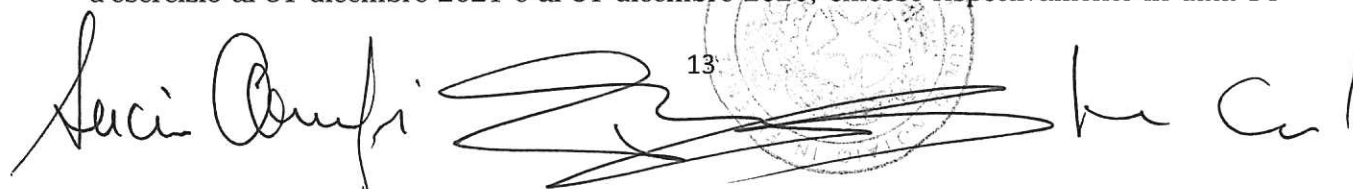
- per Consiag, relazione della Società di revisione Ernst&Young emessa in data 14 giugno 2021 rispettivamente sul bilancio 2020. La relazione della Società di revisione è emessa senza rilievi;

- per Publiservizi, relazione della Società di revisione OMNIREV emessa in data giugno 2021 rispettivamente sul bilancio 2020. La relazione della Società di revisione è emessa senza rilievi;

- relazioni dei collegi sindacali, in particolare:

- per l'Incorporante, relazioni dei collegi sindacali sui bilanci d'esercizio al 31 dicembre 2021 e al 31 dicembre 2020, emesse rispettivamente in data 14

13



aprile 2022 e 14 giugno 2021. Le relazioni sono emesse senza rilievi;

- per Consiag, relazione del collegio sindacale sul bilancio di esercizio al 31 dicembre 2020, emessa in data 14 giugno 2021. La relazione è emessa senza rilievi;
- per Publiservizi, relazione del collegio sindacale sul bilancio di esercizio al 31 dicembre 2020, emessa in data 28 giugno 2021. La relazione è emessa senza rilievi;
- proiezioni economico – finanziarie per il periodo 2021 – 2025 delle Società, comprensive dell'evoluzione delle attività ponderate;
- proiezioni economico – finanziarie per il periodo 2021 – 2031 di Acque, data di scadenza delle concessioni, e di Publiacqua, nell'ipotesi di un rinnovamento delle concessioni dal 2024 al 2031;
- Protocollo di Intesa Alia-Consiag-Publiservizi, sottoscritto in data 22 aprile 2021;
- Dossier di valutazione del progetto ("*Creazione della Multiutility Toscana*"), sottoscritto dal Presidente e dall'Amministratore Delegato di Alia S.p.A. in data 29 aprile 2022;
- sintesi del progetto Multiutility;
- fogli di lavoro predisposti dagli Advisors a supporto delle analisi valutative svolte dalle Società per la determinazione dei Rapporti di Cambio;
- visure CCIAA di evasione del deposito (Registro delle imprese di Firenze) delle Società partecipanti alla Fusione;
- statuti ed estratto libro soci delle Società partecipanti alla Fusione, nonché dello statuto della nuova Società;
- elementi contabili e statistici, nonché informazioni e documenti integrativi ritenuti utili ai fini della presente relazione.

Abbiamo inoltre ottenuto specifica ed espressa attestazione, mediante lettere sottoscritte dai legali rappresentanti delle Società in data 18 luglio 2022, per quanto a conoscenza degli Amministratori, che non sono intervenute variazioni rilevanti, né fatti e circostanze che rendano opportune modifiche significative ai dati e alle informazioni prese in considerazione nello svolgimento delle nostre analisi e/o che potrebbero avere impatti significativi sulle valutazioni effettuate per quanto riguarda la determinazione del Rapporto di Cambio.



## 7. Metodologie di valutazione adottate dai Consigli di Amministrazione per la determinazione del Rapporto di Cambio

### 7.1 Metodi di valutazione: considerazioni metodologiche generali

Come precedentemente specificato, il Progetto complessivo si articola nelle seguenti fasi, strettamente collegate ed interconnesse tra loro:

- a) la Fusione per incorporazione di Acqua Toscana, Consiag e Publiservizi in Alia (la "Fusione"), da cui risulterà la creazione di un unico polo (multi-utility) per la gestione dei servizi locali nella Regione Toscana; e
- b) il conferimento nella Società Incorporante delle seguenti partecipazioni (i "Conferimenti"):
  - (i) 20,6% del capitale sociale di Toscana Energia S.p.A., detenute dal Comune di Firenze; nonché
  - (ii) 3,9% del capitale sociale di Publiacqua S.p.A., detenute dal Comune di Pistoia, o, nell'eventualità di esercizio della prelazione da parte degli altri soci, l'equivalente monetario di tale 3,9%.

Gli Amministratori delle Società, avvalendosi dell'assistenza del Gruppo Intesa San Paolo in collaborazione con Mediobanca S.p.A., in qualità di Advisors finanziari, hanno svolto le seguenti valutazioni e analisi per addivenire al valore economico del capitale delle Società di cui sopra:

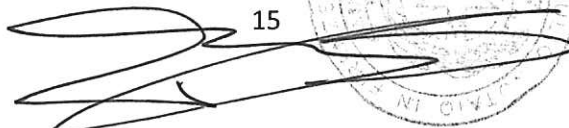
- per quanto concerne Alia S.p.A., data la propria natura di Società "operativa" di gestione dei servizi ambientali, il management ha stabilito di effettuare una valutazione con il metodo finanziario dell'Unlevered Discounted Cash Flow (DCF); metodo quest'ultimo utilizzato dalla più consolidata prassi valutativa e supportato dalla migliore dottrina in materia di valutazione d'azienda;
- per quanto riguarda, invece, Acqua Toscana, Consiag e Publiservizi, data la loro natura di holding di partecipazioni, l'approccio valutativo seguito dagli Amministratori è quello della "sum of parts" del valore generato dai flussi della Società e dal valore delle partecipazioni che le Società detengono tra i propri assets. Nello specifico:
  - Acqua Toscana detiene una partecipazione del 53,2% nel capitale di Publiacqua S.p.A.;
  - Consiag detiene una partecipazione del 7,9% in Alia S.p.A., del 39,6% in Estra S.p.A. e del 46,9 in Acqua Toscana;
  - Publiservizi detiene una partecipazione del 13,3% in Alia S.p.A. dello 0,4% in Publiacqua S.p.A., del 19,3% in Acqua e del 10,4% in Toscana Energia.

In sostanza, gli amministratori hanno provveduto a calcolare il valore economico del capitale delle Società in cui le Incorporande detengono una partecipazione tra le proprie attività visto la natura di holding di quest'ultime.

Per questo motivo, al fine di determinare i Rapporti di Cambio di Fusione delle azioni delle Società Incorporande (Acqua Toscana S.p.A., Consiag S.p.A. e Publiservizi S.p.A.) in azioni



15



della Società Incorporante (Alia S.p.A.), gli Amministratori delle Società hanno provveduto a determinare il valore economico del capitale di Alia S.p.A., Publiacqua S.p.A., Estra S.p.A., Acque S.p.A., Acqua Toscana S.p.A., Publiservizi S.p.A., Consiag S.p.A. e Toscana Energia S.p.A.

Lo scopo delle valutazioni di Società interessate da fusioni è rappresentato dall'ottenimento di valori relativi raffrontabili ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio. Pertanto, le valutazioni delle singole imprese non sono da intendersi in valore assoluto, assumendo esse significato relativo ed essendo raffrontabili esclusivamente ai fini della selezione del concambio.

In particolare, gli Amministratori, tenuto conto delle caratteristiche delle Società, con il supporto degli Advisor, ai fini della determinazione del valore economico di tali entità, hanno ritenuto di adottare i seguenti approcci valutativi:

- la metodologia dell'*Unlevered Discounted Cash Flow* (DCF), quale metodo principale;
- la metodologia dei *multipli di mercato*, quale metodo di controllo quando utilizzabile;
- la metodologia delle *transazioni comparabili*, quale metodo di controllo quando utilizzabile.

A seguito di quanto illustrato e tenuto conto, da un lato, delle caratteristiche delle singole Società, dall'altro, delle metodologie valutative utilizzate in transazioni simili in Italia e all'estero, si descrivono gli approcci valutativi riportati nella Relazione degli Amministratori delle Società, con il supporto dei Consulenti.

#### 7.1.1 Il metodo dell'*Unlevered Discounted Cash Flow*

La metodologia principale che è stata utilizzata è il c.d. *Unlevered Discounted Cash Flow*.

Sulla base di tale metodo, nella sua formulazione applicata, il valore economico di una Società (c.d. Equity Value) è pari a:

+	Enterprise Value (EV)
+/-	PFN
-	Minorities
+	Surplus Assets
-	Eventuali passività da Fondi pensione
-	Eventuali passività da Fondi accantonamento
=	<b>Equity Value (EqV)</b>

Dove:

- **Minorities**: rappresentano la parte di capitale degli azionisti di minoranza (minority shareholders) in una società controllata o collegata;
- **Surplus Assets**: rappresentano le componenti del capitale investito non inerenti alla gestione caratteristica, ad esempio le partecipazioni in società non consolidate.

L'Equity Value, pertanto, risulterà dalla differenza tra l'Enterprise Value (EV), calcolato come valore attuale netto (VAN) dei flussi di cassa netti previsti generati dalla gestione operativa (c.d. *Unlevered Free Cash Flows* o UFCF), e la posizione finanziaria netta consolidata a valori

heal.



di mercato (comprensiva di eventuali distribuzioni di dividendi deliberate successivamente alla data di valutazione), l'eventuale patrimonio netto di terzi (c.d. Minorities Interest), le eventuali passività per fondi pensione o fondi di smantellamento degli impianti, e tenendo infine conto di eventuali surplus assets (i.e. componenti del capitale investito non inerenti alla gestione caratteristica della stessa).

Il metodo dell'unlevered DCF comprende quindi in sé due componenti:

- i flussi di cassa operativi netti attualizzati – basati sul piano industriale – che la Società sarà presumibilmente in grado di generare in un periodo di previsione analitico esplicito;
- i flussi di cassa operativi netti attualizzati stimati successivamente al periodo di previsione esplicita (c.d. *Terminal Value*, calcolato secondo apposite metodologie tra cui il Valore Industriale Residuo e/o l'attualizzazione di una rendita perpetua di ammontare pari ad un flusso di cassa operativo netto ritenuto sostenibile in "Perpetuity").

In particolare:

dove:

- UFCF, flussi di cassa operativi netti;
- WACC, costo medio ponderato del capitale;
- g, tasso di crescita.

I flussi di cassa operativi netti sono relativi all'attività caratteristica della Società oggetto di valutazione. Tali flussi sono stimabili come segue:

+	Reddito Operativo
-	Effetto fiscale figurativo del Reddito Operativo
=	NOPAT (Net Operating Profit After Taxes)
+	Ammortamenti/accantonamenti/svalutazioni non monetarie
+/-	$\Delta$ Capitale circolante netto
+/-	$\Delta$ Fondi
-	Investimenti netti (Capex)
=	<b>Flusso di Cassa Operativo Netto</b>

Il Terminal Value, nella sua accezione legata alla rendita perpetua, invece, rappresenta il valore attuale dei flussi di cassa operativi netti previsti per il periodo successivo all'orizzonte temporale esplicito di riferimento; esso è stimato come segue:

*Lucio Causi*

*[Signature]*

*[Signature]*



I singoli flussi sono attualizzati al costo medio ponderato del capitale (WACC) calcolato come la media ponderata tra il costo del debito (Kd) al netto dell'effetto fiscale (rappresentato dal corporate tax rate o  $t_c$ ) e il costo opportunità del capitale di rischio (Ke):

Il costo del capitale di rischio (Ke) viene stimato solitamente attraverso il Capital Asset Pricing Model (CAPM) come somma tra il rendimento di un'attività priva di rischio (Rf) – ad esempio BTP italiani ventennali – e il premio per il rischio di mercato (Equity Risk Premium o ERP) corretto in base ad un coefficiente che esprime il rischio specifico della Società ("Beta"):

Il Beta, che può essere definito come covarianza dei rendimenti di borsa della Società rispetto al mercato, dipende, tra le altre variabili, dalla struttura finanziaria dell'azienda stessa. Ipotizzando un  $\beta_0$  pari a zero (debito privo di rischio), per Società non quotate, il Beta viene stimato, partendo dal Beta Unlevered medio (rilevabile dal mercato) delle Società comparabili quotate, attraverso la seguente relazione (formula di Hamada):

dove D rappresenta la posizione finanziaria netta, mentre E la capitalizzazione di mercato.

Nell'applicazione del metodo dell'unlevered DCF, gli Amministratori, con l'ausilio degli Advisors, hanno fatto riferimento ai seguenti parametri:

- orizzonte temporale: 2022-2025\*<sup>1</sup>
- $t_c = 24\%$ , corporate tax italiana;
- $R_f = 2,5\%$ , risk free rate di titoli di stato italiani ventennali, media di Aprile 2022;
- $ERP = 4,2\%$ , Germania (Damodaran, Gennaio 2022);

STIMA DEL WACC				
	Kd	Ke	D/E	WACC
<b>Alia</b>	1,7%	6,0%	46%	4,6%
<b>Publiacqua</b>	1,0%	5,2%	87%	3,3%
<b>Estra - Retail<sup>2</sup></b>	1,4%	4,6%	-	4,6%
<b>Estra - Regolato</b>	1,4%	5,5%	82%	3,7%
<b>Estra - Ambiente</b>	1,4%	6,0%	46%	4,5%
<b>Estra - Altro<sup>3</sup></b>	n/a	n/a	n/a	4,4%
<b>Acque</b>	2,2%	5,2%	87%	3,8%
<b>Toscana Energia</b>	1%	5,5%	82%	3,5%
<b>Publiservizi<sup>4</sup></b>	0,3%	4,6%	-	4,6%
<b>Consiag<sup>5</sup></b>	0,3%	4,6%	-	4,6%

1 con l'eccezione del business idrico specificata successivamente.

2 D/E=0., basato su prassi di mercato per Società che operano nel business della vendita di energia elettrica e gas.

3 WACC come media ponderata dei settori Retail, Regolato ed ambiente.

4 D/E=0, input della valutazione.

5 D/E=0, input della valutazione.

Acqua Toscana <sup>6</sup>	n/a	n/a	n/a	n/a
----------------------------	-----	-----	-----	-----

- $g = 1,5\%$ ;
- i flussi di cassa operativi sono attualizzati al 01/01/2022 (data di riferimento della valutazione). Data la natura di holding di alcune Società Incorporande, è stata eseguita una valutazione per "somma delle parti" ("sum of the parts"), ovvero considerando separatamente le valutazioni con il metodo del DCF per le principali Società operative ed in particolare Acque S.p.A., Estra S.p.A., Publiacqua S.p.A., e Toscana Energia S.p.A. I flussi di classe operativi oggetto di valutazione sono quelli derivanti dalle proiezioni contenute nei business plan delle singole Società. In considerazione della specificità del business idrico con scadenza delle concessioni, ove rinnovate, al 2031, per Acque S.p.A. e Publiacqua S.p.A. è stato analizzato anche lo scenario fino al 2031. Si menziona infine che per Publiacqua il business plan sottende l'estensione della concessione dal 2024 al 2031;
- dal momento che una parte del business di Alia S.p.A. si inserisce all'interno di un mercato regolato, gli Amministratori e gli Advisors hanno deciso di calcolare il Terminal Value della Società in due distinte componenti:
  - ✓ per la componente regolata, dal Valore Industriale Residuo (VIR), ossia il valore dell'impianto che un soggetto terzo dovrebbe corrispondere per subentrare all'attuale gestore dell'impianto stesso;
  - ✓ per la componente a mercato, un flusso di cassa, relativo alle attività non regolate, in perpetuity con un tasso di crescita  $g$  pari all'1,5%;
- specularmente, gli Amministratori hanno utilizzato come TV il VIR per le aziende operanti nel settore idrico (Publiacqua S.p.A. ed Acque S.p.A.).

### 7.1.2 Metodi dei multipli

Al fine di confermare le risultanze del metodo principale, gli Amministratori, con l'ausilio degli Advisors, si sono serviti di criteri facenti capo all'utilizzo dei moltiplicatori (c.d. multipli).

Il metodo dei multipli è un criterio empirico di determinazione del valore che si basa sull'esame di entità con caratteristiche simili, ossia Società che siano relativamente omogenee in relazione alla capacità di generare flussi di cassa, alla crescita attesa e all'incertezza associata ai flussi prospettici.

In particolare, si citano le due più comuni varianti adottate dalla prassi valutativa internazionale: multipli di mercato e multipli derivanti da transazioni comparabili.

#### 7.1.2.1 Multipli di mercato: assunzioni ed input

In generale, nella metodologia in oggetto si assiste alla divisione tecnica tra multipli c.d. Asset side e multipli c.d. Equity side.

Il multiplo Asset side pone al numeratore il valore di mercato dell'attivo operativo dell'impresa (EV) e al denominatore grandezze o margini operativi generati dagli asset operativi, mentre il multiplo Equity side assume al numeratore il prezzo per azione (P) e al denominatore una delle possibili configurazioni del reddito netto.

<sup>6</sup> Non si dispone di un WACC in quanto considerata come pura holding di partecipazioni.

The page concludes with several handwritten signatures in black ink. A prominent circular stamp is visible, containing the text 'SODI JACOBONI & C. S.p.A.' and 'CONSIGLIO DI AMMINISTRAZIONE'. The stamp is partially obscured by the signatures.

Per quando riassunto precedentemente, gli Amministratori, hanno preso come riferimento per le loro analisi valutative multipli di tipo Asset side.

I metodi dei multipli di mercato si fonda su due assunti:

1. esistono parametri di performance che possiedono una relazione di diretta proporzionalità con il valore di un'impresa;
2. tale correlazione tende a essere omogenea tra imprese appartenenti allo stesso settore e che sono comparabili in termini di dimensione, profitability, Debt-to-Equity ratio e altri parametri rilevanti:

selezionando adeguatamente un peer group di Società comparabili per le quali è conosciuto l'Enterprise Value, è possibile individuare una costante (ovvero un multiplo) tra l'Enterprise Value (al numeratore) e una performance measure (al denominatore)

Il metodo dei multipli di mercato si fonda sull'analisi dei valori di mercato riferiti alle Società comparabili e sulla successiva applicazione dei multipli di valutazione, evidenziati da tale analisi, ai valori della azienda oggetto di valutazione.

Vi sono diverse fasi nell'applicazione di tale metodo, di seguito riassunte:

- a) identificazione delle Società comparabili;
- b) determinazione dell'intervallo temporale di riferimento, il cui fine risulta la neutralizzazione di eventi a carattere eccezionale, fluttuazioni di breve periodo e tensioni speculative; allo stesso tempo, ha il compito di riflettere le informazioni rese disponibili al mercato. Questa fase implica, in particolare, la scelta fra l'utilizzo di una media relativa ad un determinato intervallo temporale e l'applicazione di un valore puntuale;
- c) identificazione dei multipli ritenuti più significativi, che avviene solitamente sulla base delle caratteristiche del settore e del campione in esame;
- d) stima delle grandezze reddituali, patrimoniali e finanziarie dell'azienda oggetto di valutazione;
- e) applicazione dei multipli alle aziende in esame.

Nell'applicazione del metodo dei multipli di mercato, gli Amministratori hanno preso a riferimento i multipli EV/EBITDA 2022E e EV/EBITDA2023E (sulla base del prezzo medio - 1 mese) rivenienti da diversi campioni di Società comparabili operanti in settori distinti. In particolare, sono stati considerati i seguenti parametri:

- EV/EBITDA 2022E ed EV/EBITDA2023E, ricavando un valore medio e un valore mediano di un campione di Società comparabili operanti nel settore dei servizi ambientali (i.e. Veolia [FR], Seche Environment [FR], Renewi [UK], Lassila & Tikanoja [FIN] e Derichebourg [FR]);
- EV/EBITDA 2022E ed EV/EBITDA2023E, ricavando un valore medio e un valore mediano di un campione di Società comparabili operanti nel settore dei servizi idrici

A handwritten signature in black ink, appearing to be 'J. C. L.', located in the bottom right corner of the page.

(i.e. United Utilities Group [UK], Pennon Group [UK], Severn Trent [UK], Veolia [FR], Acea [IT]);

- EV/EBITDA 2022E ed EV/EBITDA2023E, ricavando un valore medio e un valore mediano di un campione di Società comparabili operanti in business regolati (i.e. Italgas [IT], Enagas [ES], Snam [IT], National Grid [UK], Red Electrica [ES], Terna [IT], Elia Group [BE] e REN [PT]);
- EV/EBITDA 2022E ed EV/EBITDA2023E, ricavando un valore medio e un valore mediano di un campione di utilities italiane comparabili (i.e. Hera, A2A, Acea, Iren).

#### 7.1.2.2 Multipli da transazioni comparabili: assunzioni ed input

Il metodo delle transazioni comparabili si basa invece sul prezzo pagato per acquisire partecipazioni in transazioni simili (equity interest in comparable transactions).

In altre parole, si tratta di multipli impliciti risultanti da operazioni di M&A avvenute negli ultimi anni in settori comparabili a quelli in cui operano le Società oggetto di Fusione. Allo stesso modo, i multipli di valutazione vengono poi applicati ai valori economici dell'azienda presa in esame.

È opportuno sottolineare che tale metodo richiede omogeneità tra le partecipazioni. Qualora le transazioni fossero riferite a partecipazioni non coerenti con l'oggetto della valutazione (ad esempio i prezzi corrisposti nelle operazioni selezionate, tengono conto dei premi di controllo, mentre l'oggetto della valutazione è una partecipazione di minoranza), si rendono necessarie alcune rettifiche.

Generalmente:

Nell'applicazione del metodo delle transazioni comparabili, gli Amministratori, hanno preso a riferimento i multipli:

- EV/EBITDA, ricavando un valore medio e un valore mediano di transazioni comparabili per il business dei servizi ambientali avvenute in Italia;
- EV/EBITDA, ricavando un valore medio e un valore mediano di transazioni comparabili per il business della distribuzione gas avvenute in Italia;
- EV/Cliente medio, ricavando un valore medio e un valore mediano di transazioni comparabili per il business retail avvenute in Italia.

Per entrambi i metodi, gli Amministratori hanno preso come riferimento per le analisi valutative principalmente i valori mediani, al fine di evitare distorsioni (c.d. "bias") causate dalla presenza di valori estremi (c.d. "outliers").

Tuttavia, la scarsa comparabilità di taluni peers e transazioni rispetto alle attività oggetto di valutazione (in particolare nel settore idrico, per l'assenza di player monobusiness quotati e di transazioni rilevanti), ne impediscono un'applicazione completa per le finalità dell'esercizio valutativo e pertanto devono intendersi unicamente quale supporto della valutazione principale, ove applicabili.

Aucio Ceccuzzi

21



hcl

## 7.2 Metodi di valutazione: output

Di seguito si riportano i risultati relativi all'applicazione delle metodologie utilizzate dagli Amministratori delle Società ivi inclusi i risultati ottenuti in termini di Equity Value, punto di partenza da cui poi calcolare il Rapporto di Cambio<sup>7</sup> per come rivenienti dalle rispettive Relazioni.

---

7

LCF

Sintesi dei risultati - DCF		
€ m		
Società	Min	Max
<b>Alia</b>	<b>232</b>	<b>338</b>
<b>Acqua Toscana</b>	<b>150</b>	<b>206</b>
<b>Publiservizi</b>	<b>157</b>	<b>184</b>
<b>Consiag</b>	<b>392</b>	<b>447</b>
Publiacqua	265	370
Acque	208	239
Toscana Energia	785	833
Estra	635	687

Sintesi dei risultati		
Multipli di mercato - € m		
Società	Min	Max
<b>Alia</b>	<b>233</b>	<b>351</b>
Toscana Energia	704	826
Estra	571	777
Transazioni comparabili - € m		
Società	Min	Max
<b>Alia</b>	<b>275</b>	<b>421</b>
Toscana Energia	471	928
Estra	638	864

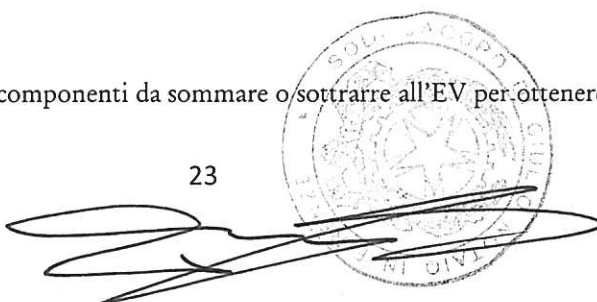
Ai fini di una migliore comprensione dei dati di sintesi, si precisano alcune assunzioni di base:

- il business plan di Alia è stato considerato fino al 2025, al fine di allinearlo con i business plan delle altre Società coinvolte nell'operazione ed è stato escluso l'investimento di un Gassificatore (euro 72m.) previsto nel 2025, i cui ritorni economici non rientrano nell'arco di tempo considerato;
- essendo considerata come pura holding, il valore economico di Acqua Toscana è pari al valore della partecipazione (53,2%) che quest'ultima detiene in Publiacqua, al netto della cassa disponibile nella holding (euro 9m.);
- l'approccio seguito per la valutazione di Publiservizi è quello della "sum of the parts" del valore generato dai flussi della Società e dal valore che quest'ultima detiene in: Alia (13,3%), Publiacqua (0,4%), Acque (19,3%) e Toscana Energia (10,4%);
- l'approccio seguito per la valutazione di Consiag è quello della "sum of the parts" del valore generato dai flussi della Società e dal valore che quest'ultima detiene in: Alia (7,9%), Estra (39,6%) ed Acqua Toscana (46,9%), al netto della cassa disponibile (euro 39,5m.) nella holding e degli altri elementi del bridge to equity<sup>8</sup> (i.e. partecipazioni, altri titoli, debiti per dividendi e crediti o debiti non inclusi nei flussi scontati per euro 11,2m.).

## 8. Risultati della valutazione effettuata dai Consigli di Amministrazione di Alia Servizi Ambientali S.p.A., Acqua Toscana S.p.A., Consiag S.p.A. e Publiservizi S.p.A.

Gli Organi di Amministrazione di Alia Servizi Ambientali S.p.A., Acqua Toscana S.p.A., Consiag S.p.A. e Publiservizi S.p.A. sono pervenuti alla determinazione di un Rapporto di Cambio da calcolarsi secondo la seguente formula:

<sup>8</sup> Da intendersi come l'insieme delle componenti da sommare o sottrarre all'EV per ottenere l'EqV.


Il Rapporto di Cambio sarà approssimato al secondo decimale così come specificato nella seguente tabella:

Società (€m)	EqV	#azioni	€/az	Concambio
Alia	285	94.000.000	3,03	<b>1,00</b>
Acqua Toscana	178	150.000.000	1,19	<b>0,39</b>
Publiservizi	171	6.116.316	27,9	<b>9,20</b>
Consiag	420	143.581.967	2,92	<b>0,96</b>

Tenuto conto del valor medio dei Rapporti di Cambio determinati, secondo quanto riportato dagli Amministratori, Alia procederà ad un aumento del proprio capitale sociale, a servizio dell'operazione di Fusione, pari a complessivi euro 225.848.513 che, a seguito dell'annullamento delle azioni di Alia detenute dalle Società Incorporande Publiservizi e Consiag, comporterà un incremento netto di euro 205.905.519.

Il numero di azioni ordinarie Alia di nuova emissione risulterebbe quindi pari a n° 205.905.519 azioni, da assegnarsi ai soci delle Società Incorporande, tenendo conto non solo del rapporto sopra esplicitato, ma anche dell'annullamento delle azioni di Alia detenute da Publiservizi (n° 12.520.250) e Consiag (n° 7.442.744). Nel dettaglio:

- ai soci di Acqua Toscana vengono assegnate n° 31.132.947 azioni della Società Incorporante, già al netto delle azioni attribuibili a Consiag (n° 70.357.725), e pertanto oggetto di annullamento;
- ai soci di Publiservizi vengono assegnate n° 56.293.495 azioni della Società Incorporante;
- ai soci di Consiag vengono assegnate n° 138.442.072 azioni della Società Incorporante.

## **9. Difficoltà di valutazione incontrate dai Consigli di Amministrazione di Alia Servizi Ambientali S.p.A., Acqua Toscana S.p.A., Consiag S.p.A. e Publiservizi S.p.A.**

Si riassumono di seguito le principali difficoltà incontrate dagli Organi di Amministrazione di Alia Servizi Ambientali S.p.A., Acqua Toscana S.p.A., Consiag S.p.A. e Publiservizi S.p.A. e citate nelle rispettive Relazioni nell'ambito delle valutazioni effettuate al fine della determinazione del Rapporto di Cambio:

➤ il metodo DCF applicato per l'esercizio di valutazione delle Società oggetto di Fusione, pur rappresentando una metodologia riconosciuta e normalmente utilizzata nella prassi valutativa sia italiana che internazionale, presenta delle limitazioni intrinseche e specifiche dell'operazione;

➤ le valutazioni sono state effettuate utilizzando i dati previsionali derivanti dalle proiezioni economico-finanziarie evidenziate dai business plan delle Società coinvolte nell'operazione, che presentano per loro natura profili di incertezza. I business in cui le Società operano sono influenzati dall'andamento dello scenario energetico di riferimento: le principali ipotesi sottostanti le proiezioni economico-finanziarie potrebbero, anche in relazione alla variabilità dell'attuale scenario macroeconomico, non realizzarsi, con conseguenti impatti, anche rilevanti, sui risultati delle valutazioni;





- le proiezioni economico-finanziarie ipotizzano la continuità dell'attuale quadro legislativo e regolatorio. Pertanto, eventuali evoluzioni potrebbero avere un impatto, anche significativo, sui risultati delle valutazioni;
- le assunzioni sottostanti i vari business plan (ad es. inflazione, andamento tassi, WACC regolatori ecc.) potrebbero risultare diverse tra loro in quanto redatti singolarmente da ciascuna Società e sui quali non è stata effettuata una due diligence per confermare e/o rivedere i singoli dati;
- nell'elaborazione del business plan di Publiacqua S.p.A. si è ipotizzato il rinnovo della concessione al 2031, rispetto all'attuale 2024. Tale ipotesi in teoria potrebbe non verificarsi;
- nella metodologia dell'Unlevered Discounted Free Cash Flow parte significativa del valore è costituito dal Terminal Value il cui valore è stato fornito dalle società interessate;
- il metodo di valutazione presenta un'elevata soggettività valutativa riflessa in particolari ipotesi ed assunzioni come la scelta di valori adeguati a Market Risk Premium, coefficiente di crescita ( $g$ ) e Beta e non tiene conto delle condizioni dei mercati e dell'andamento borsistico in generale;
- non è stata portata avanti una due diligence per confermare e/o rivedere i business plan delle Società;
- le valutazioni non riflettono i contenziosi in essere, né i rischi legali e fiscali connessi alle aziende e alla loro attività. Le valutazioni non riflettono possibili perdite derivanti alle aziende, da insussistenze dell'attivo, da sopravvenienze passive o minusvalenze, da perdite monetarie.

## 10. **Lavoro svolto dagli Esperti sulla documentazione utilizzata e sui metodi utilizzati dagli Amministratori per la determinazione del Rapporto di Cambio**

Per l'espletamento dell'incarico si dà atto di aver svolto l'attività di seguito indicata con riguardo, sia alla documentazione già indicata, sia ai metodi di valutazione utilizzati dagli Amministratori per la determinazione del Rapporto di Cambio.

Con riguardo alla documentazione utilizzata sono state svolte le seguenti verifiche:

- ✓ analisi del Progetto di Fusione e delle Relazioni ex art. 2501-*quinquies* c.c. degli Amministratori;
- ✓ analisi delle situazioni patrimoniali ex art. 2501-*quater* c.c. delle Società partecipanti alla Fusione;
- ✓ analisi delle Relazioni degli Amministratori e dell'ulteriore documentazione relativa alla Fusione;
- ✓ analisi della relazione predisposta dagli Advisors relativamente all'individuazione degli intervalli di valori all'interno dei quali il Rapporto di Cambio è stato determinato dagli Amministratori;

*Lucio Ceccoli*

*[Signature]* 25



*[Signature]*

- ✓ esame dei verbali dei Consigli di Amministrazione e delle determine degli Amministratori Unici delle Società coinvolte al 28-29 aprile 2022 relativi alle deliberazioni assunte in merito al Progetto di Fusione;
- ✓ analisi degli statuti delle Società e del testo dello statuto dell'Incorporante con le modifiche derivanti dall'Operazione;
- ✓ esame della completezza, dell'uniformità e della coerenza dei procedimenti valutativi seguiti dagli Amministratori nella determinazione del Rapporto di Cambio e le loro modalità di applicazione, considerando le peculiarità di ciascuna Società;
- ✓ verifica della non contraddittorietà delle motivazioni degli Amministratori delle Società riguardanti i metodi valutativi da essi adottati ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio;
- ✓ verifica della coerenza dei dati utilizzati nel processo valutativo rispetto alle fonti di riferimento ed alla documentazione utilizzata, descritta in precedenza;
- ✓ verifica della correttezza matematica del calcolo degli intervalli di Rapporto di Cambio elaborati mediante l'applicazione dei metodi di valutazione adottati dagli Amministratori, anche sulla base delle indicazioni fornite dagli Advisor;
- ✓ verifica delle assunzioni utilizzate per la redazione delle Proiezioni 2022-2025, fermo restando le incertezze e i limiti intrinseci in ogni dato di natura previsionale; tale verifica è stata focalizzata sull'applicazione di criteri omogenei sulle Società coinvolte, tenuto conto delle caratteristiche distintive e del differente modello di business di ciascuna Società, al fine di consentire l'utilizzo di dati ed informazioni confrontabili da parte degli Amministratori e del Consulente, per l'applicazione dei metodi di valutazione;
- ✓ sviluppo autonomo dell'analisi di sensitività, sull'uso del tasso per l'attualizzazione del WACC come dettagliato in precedenza, nell'ambito dei metodi di valutazione adottati dagli Amministratori delle Società, al fine di verificare quanto il Rapporto di Cambio sia influenzabile da un diverso uso dei parametri Italia-Germania per Risk free rate e il equity risk premium.

### 10.1 Documentazione utilizzata e protocollo d'intesa

Per l'espletamento dell'incarico abbiamo svolto incontri e confronti con gli Amministratori di Alia S.p.A., delegati a rappresentare le società coinvolte nel progetto di fusione, sulla base di un protocollo di intesa sottoscritto da Alia S.p.A. e Consiag S.p.A. in data 22 aprile 2021, cui successivamente hanno aderito Publiservizi S.p.A. in data 12 maggio 2021 e Publiacqua S.p.A. in data 8 giugno 2021, della durata di 18 mesi dalla firma e di cui abbiamo potuto prendere visione constatandone validità ed efficacia.

Sulla base del citato protocollo di intesa, le società coinvolte nel progetto di fusione hanno inteso disciplinare gli aspetti relativi alle modalità di collaborazione e cooperazione da adottare per addivenire alla realizzazione del progetto "Multiutility" riguardante l'integrazione anche societaria delle attività relative ai servizi pubblici erogati dalle società firmatarie.

Sulla base di questo protocollo il mandatario con rappresentanza risulta essere la società Alia S.p.A., delegata ai sensi dell'art. 1726 Codice civile (mandato collettivo) a rappresentare le altre società, affinché nel loro nome e per loro conto si intraprenda ogni atto necessario ed opportuno ai fini del conferimento dell'incarico agli advisor, la sottoscrizione di accordi, e la gestione dei rapporti relativi al progetto di Multiutility.

In riferimento ai rilevati compiti del mandatario, relativi tra l'altro al coordinamento del tavolo tecnico e finanziario, abbiamo avuto una serie di incontri e approfondimenti con gli amministratori di Alia S.p.A. nella misura necessaria per il raggiungimento delle finalità dell'incarico conferitoci.

Abbiamo inoltre raccolto, sempre attraverso incontri e discussioni con gli Amministratori di Alia S.p.A., informazioni circa gli eventi verificatisi dopo la data di chiusura delle già menzionate situazioni patrimoniali che possano avere un effetto significativo sulla determinazione dei valori oggetto del presente esame.

Si rileva infine, anche ai fin del presente incarico, che il mandato di rappresentanza affidato ad Alia S.p.A. non esclude la responsabilità delle altre società coinvolte per le informazioni da loro fornite. Le società mandanti restano responsabili in via esclusiva nei confronti delle altre parti e dei consulenti e quindi anche dei sottoscritti per la correttezza e completezza della documentazione e delle informazioni fornite e di cui nel corso di questo lavoro abbiamo preso visione.

## 11. **Commenti e precisazioni sull'adeguatezza dei metodi di valutazione adottati dagli Amministratori per la determinazione del Rapporto di Cambio**

Con riferimento al presente incarico, riteniamo opportuno sottolineare che la finalità principale del procedimento decisionale degli Amministratori consiste in una stima dei valori economici relativi alle singole Società oggetto della 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 si riconduce alla mera 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 acquisiscono significato nel loro profilo relativo e non possono essere, di per sé, assunte quali stime del valore assoluto delle Società in relazione a diverse operazioni.

Gli Amministratori sono pervenuti alla determinazione di un Rapporto di Cambio da calcolarsi secondo la formula illustrata nel paragrafo 8.


Le relazioni predisposte dagli Amministratori Alia Servizi Ambientali S.p.A., Acqua Toscana S.p.A., Consiag S.p.A. e Publiservizi S.p.A. per illustrare l'operazione di Fusione indicano le metodologie dagli stessi adottate ed i risultati ottenuti ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio con il supporto degli Advisors.

Al riguardo, esprimiamo di seguito le nostre considerazioni sull'adeguatezza, in termini di ragionevolezza e non arbitrarietà, dei metodi di valutazione adottati dagli Amministratori di Alia Servizi Ambientali S.p.A., Acqua Toscana S.p.A., Consiag S.p.A. e Publiservizi S.p.A., per la determinazione del Rapporto di Cambio, nonché sulla loro corretta applicazione:

- l'approccio metodologico complessivamente adottato dagli Amministratori risulta in linea con la prassi valutativa e la tecnica professionale prevalente. La valutazione del capitale economico delle Società partecipanti alla Fusione è stata effettuata dagli Organi di Amministrazione per le finalità specifiche dell'operazione in esame, utilizzando metodi comunemente accettati e largamente condivisi dalla prassi professionale;



27



- le valutazioni elaborate dagli Amministratori sono state condotte considerando le Società su base c.d. "stand alone". Tali valutazioni riflettono pertanto la situazione attuale e le prospettive future delle Società considerate, non considerando gli effetti della Fusione stessa e le sinergie con essa conseguibili, ossia, in ipotesi di continuità aziendale, senza sostanziali mutamenti di gestione dovuti alla Fusione stessa. Come da prassi in questo contesto, le sinergie conseguibili dalla Fusione, pertanto, pur essendo suscettibili di generare valore incrementale, non influenzano la definizione del valore relativo delle Società ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio;
- l'utilizzo della metodologia DCF, scelta da parte degli Amministratori quale metodologia principale per la valutazione delle Società, è in linea con la prassi e la tecnica professionale. Il metodo DCF risulta di ampio utilizzo nella prassi valutativa internazionale e rientra tra i metodi basati sui flussi di cassa prospettici, riconosciuti dalla migliore dottrina e dai principi di valutazione (OIV III.1.35; III.1.36; III.1.37) generalmente accettati. Nelle Relazioni degli Organi di Amministrazione vengono illustrate le caratteristiche teoriche della metodologia valutativa in oggetto nonché, sinteticamente, talune scelte effettuate per la sua concreta applicazione;
- sono stati utilizzati due metodi di controllo per verificare la correttezza dei valori attribuiti ad Alia Servizi Ambientali S.p.A., Estra S.p.A. e Toscana Energia S.p.A. Non sono stati utilizzati metodi di controllo per la verifica della valutazione delle Società holding pure di partecipazioni (Publiservizi S.p.A., Consiag S.p.A. ed Acqua Toscana S.p.A), oltre a Publiacqua S.p.A ed Acque S.p.A.
- i metodi di controllo utilizzati sono:
  - I. la metodologia dei multipli di mercato il quale determina il valore di una Società dalla valutazione attribuita dal mercato ad altre Società aventi caratteristiche comparabili, determinando il rapporto tra il valore borsistico di Società comparabili e talune grandezze finanziarie e applicando successivamente i multipli così determinati alle corrispondenti grandezze finanziarie della Società oggetto di valutazione al fine di determinarne il valore. Il riferimento a tale metodologia, individuato dagli Amministratori quale metodo di controllo per la valutazione, è comunemente accettato ed utilizzato sia a livello nazionale che internazionale ed è in linea con la condotta della prassi professionale. Nelle relazioni degli Organi di Amministrazione vengono illustrate le caratteristiche teoriche della metodologia valutativa in oggetto nonché, sinteticamente, talune scelte effettuate per la sua concreta applicazione;
  - II. nel metodo delle transazioni comparabili, il multiplo è calcolato sulla base del valore di mercato di Società quotate similari. Per meglio comprendere, il multiplo è quindi calcolato sulla base dei prezzi registrati in operazioni aventi ad oggetto realtà affini. Anche tale metodo di controllo per la valutazione è comunemente accettato ed utilizzato sia a livello nazionale che internazionale ed è in linea con la condotta della prassi professionale;
- le analisi di sensitività da noi elaborate per valutare l'impatto di variazioni nelle differenti ipotesi valutative, nei parametri assunti nell'ambito delle metodologie adottate dagli Amministratori, ivi incluso l'analisi dell'accuratezza, anche matematica, della loro applicazione, confermano la ragionevolezza e non arbitrarietà dei risultati raggiunti dagli Amministratori stessi.

**12. Limiti specifici incontrati dall'esperto ed eventuali altri aspetti di rilievo emersi nell'espletamento del presente incarico**

In merito alle difficoltà ed ai limiti incontrati nello svolgimento del nostro incarico, si richiama l'attenzione su quanto segue:

➤ le valutazioni effettuate dagli Organi di Amministrazione delle Società si fondano su previsioni economico-patrimoniali desunte dai business plan. I business plan sono basati su un insieme di ipotesi che includono assunzioni prospettiche relative ad eventi futuri ed azioni degli organi amministrativi che non necessariamente si verificheranno.

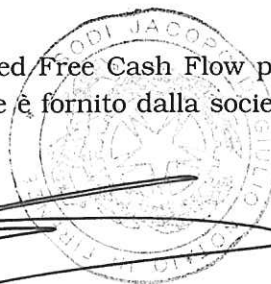
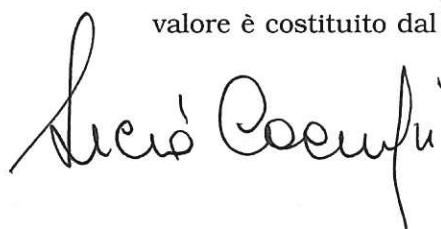
➤ l'elaborazione di un business plan si caratterizza incisivamente e prioritariamente per l'incertezza sottesa alla necessità di anticipare le dinamiche future d'impresa e di ambiente. Ciò in quanto, rispetto al calcolo a consuntivo, le previsioni si rendono necessarie non solo in relazione alle valutazioni degli elementi patrimoniali che configurano processi in corso a fine esercizio (rimanenze, immobilizzazioni soggette ad ammortamento, ecc.) ma anche in relazione a quei valori che, di norma oggettivi, diventano soggettivi, nella misura in cui, in quanto "futuri", sono frutto di elaborazioni basate su ipotesi e previsioni (ricavi, costi, tempi di incasso, tassi di crescita ecc.). Ogni ipotesi e previsione comporta un proprio grado, spesso alto, di aleatorietà e, prese nell'insieme, queste incertezze, una volta combinate, possono moltiplicarsi in una incertezza complessiva di proporzioni importanti. Deve inoltre essere sottolineato che i dati prospettici e le ipotesi utilizzate dagli Amministratori ai fini della loro elaborazione, per loro natura, contengono elementi di incertezza e sono soggetti a variazioni, anche significative, in caso di cambiamenti del contesto di mercato e dello scenario macroeconomico. Va ancora tenuto presente che, a causa dell'aleatorietà connessa alla realizzazione di qualsiasi evento futuro, sia per quanto concerne il concretizzarsi dell'accadimento, sia per quanto riguarda la misura e la tempistica della sua manifestazione, lo scostamento fra i valori consuntivi e i dati previsionali potrebbe essere significativo, anche qualora si manifestassero effettivamente gli eventi previsti nell'ambito delle assunzioni utilizzate;

➤ le valutazioni basate su metodi che utilizzano variabili e parametri di mercato, come il metodo dei multipli di mercato, sono soggette all'andamento proprio dei mercati finanziari. L'andamento dei mercati finanziari, sia italiani che internazionali, ha evidenziato una tendenza a presentare oscillazioni rilevanti nel corso del tempo soprattutto in relazione all'incertezza del quadro economico generale. Ad influenzare l'andamento dei titoli possono anche intervenire pressioni speculative in un senso o nell'altro, del tutto slegate dalle prospettive economiche e finanziarie delle singole Società. L'applicazione dei metodi di mercato può individuare, pertanto, valori tra loro differenti, in misura più o meno significativa, a seconda del momento in cui si effettui la valutazione;

➤ le assunzioni sottostanti i vari business plan (ad es. inflazione, andamento tassi, WACC regolatori ecc.) potrebbero risultare diverse tra loro, sia perché redatti singolarmente da ciascuna Società, sia perché non supportati da alcuna due diligence per confermare e/o rivedere le assunzioni e i conseguenti output. In assenza di una due diligence o di una fairness opinion, abbiamo acquisito acriticamente i dati previsionali presenti nei business plan;

➤ nell'elaborazione dei business plan di Publiacqua S.p.A. si è ipotizzato un rinnovo della concessione fino al 2031, rispetto all'attuale 2024. Tale ipotesi potrebbe in teoria non verificarsi.

➤ nella metodologia dell'Unlevered Discounted Free Cash Flow parte significativa del valore è costituito dal Terminal Value il cui valore è fornito dalla società interessata. Per il



caso oggetto della presente relazione si veda la tabella di seguito esposta:

Società	Periodo esplicito	Terminal value attualizzato	Enterprise value	% TV/EV
Alia	(73,89)	494,6 8	420,7 9	118%
Publiacqua_('25)	47,0 2	430,7 8	477,8 0	90%
Publiacqua_('31)	269,1 6	282,2 7	551,4 3	51%
Acque_('25)	49,7 3	375,3 2	425,0 5	88%
Acque_('31)	314,1 8	106,7 5	420,9 3	25%

➤ l'approccio valutativo generale è stato quello di valutare – in sede di Terminal Value - i business in concessione con il valore di indennizzo (VIR), mentre i business a mercato alternativamente o con perpetuity o con i multipli di uscita. Come anticipato, Alia possiede una parte del proprio business a mercato e una parte in concessione. Per questo motivo gli amministratori di Alia hanno deciso di quantificare il Terminal Value come somma del VIR (per il business in concessione) e della perpetuity (per il business a mercato) come meglio riportato di seguito.

In particolare, ci è stato riferito dagli Amministratori che partendo dall' EBITDA di Alia del 2025 (pari a euro 99.8m), la parte in concessione genera all'incirca euro 76.9m, con un VIR ad esso associato pari a euro 279m. La restante parte a mercato (euro 22.9m) è stata considerata in perpetuity, ponendo  $\Delta$  Capitale Circolante Netto = zero e capex = ammortamenti (pari a euro 10.4m, ovvero la differenza tra gli ammortamenti totali di euro 43.0m e quelli della parte regolata di euro 32.6m). Il TV associato alla parte a mercato ammonta ad euro 314m.

In linea con quanto sopra evidenziato per Publiacqua S.p.A. e Acque S.p.A. come Terminal Value è stato utilizzato esclusivamente il VIR fornito dalle Società di euro 490 milioni ed euro 436 milioni rispettivamente per lo scenario al 2025, mentre di euro 390 milioni ed euro 155 milioni rispettivamente per lo scenario al 2031;

➤ il metodo di valutazione presenta un'elevata soggettività valutativa riflessa in particolari ipotesi ed assunzioni, come la scelta di valori coerenti per Market Risk Premium, tasso di crescita (g) e Beta e non tiene conto delle condizioni dei mercati e dell'andamento borsistico in generale;

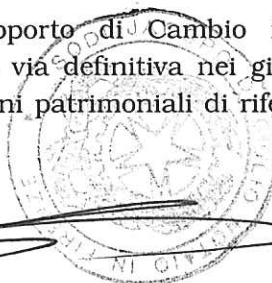
➤ nell'applicazione del metodo del DCF, gli Amministratori, hanno fatto riferimento ai seguenti parametri:

- orizzonte temporale: 2022-2025\*
- tc = 24%, corporate tax italiana;
- Rf = 2,5%, risk free rate di titoli di stato italiani ventennali, media di Aprile 2022;
- ERP = 4,2%, Germania (Damodaran, Gennaio 2022). Viene utilizzata la componente di rischio associata al paese o nel risk free (come in questo caso) o nell'ERP

e, coerentemente, un ERP di un'economia matura o un risk free senza rischio paese (es. ERP italiano e bund tedesco). Gli Advisor, infatti, ci hanno riferito che la loro prassi valutativa è di inserire la componente di rischio associata al Paese (in questo caso l'Italia) alternativamente nel risk free o nell'equity risk premium e non in entrambi per evitare double counting.

In particolare, nel caso specifico, hanno usato un risk free italiano, che comprendesse quindi il rischio Paese Italia, e un ERP di un'economia matura (i.e. Germania). Alternativamente si sarebbe potuto prendere un risk free senza rischio Paese (i.e. bund tedesco) con ERP italiano;

- non è stata espletata alcuna due diligence per confermare e/o rivedere i business plan.
- all'interno delle Relazioni degli Organi di Amministrazione delle Società partecipanti alla Fusione (più precisamente nel paragrafo 3.1, Criteri per la determinazione del Rapporto di Cambio, pagina 17), viene riportato: "[...] (v) il *debt ratio medio del gruppo di Società ritenute comparabili (D/D+E)*, dove *D rappresenta la posizione finanziaria netta ed E il patrimonio netto [...]*". A seguito dell'analisi critica dei fogli di lavoro riguardanti le valutazioni economiche delle Società partecipanti alla Fusione, occorre sottolineare che, come componente di Equity (E), non viene preso a riferimento il patrimonio netto, bensì la capitalizzazione di mercato, comprensiva di eventuali Minority Interest (i.e. partecipazioni di minoranza);
- come anticipato in precedenza, per i metodi di controllo, la scarsa comparabilità di alcuni peers e transazioni rispetto alle attività oggetto di valutazione (in particolare per il settore idrico, per l'assenza di monobusiness quotati e di transazioni rilevanti), ne impediscono un'applicazione completa per le finalità dell'esercizio valutativo e pertanto devono intendersi unicamente quale supporto della valutazione principale;
- si segnala che, con particolare riguardo al settore energetico, le valutazioni e/o i business plan a noi forniteci potrebbero variare significativamente a seguito dello sviluppo dello scenario macroeconomico globale e dell'aumento significativo dell'inflazione;
- le valutazioni non riflettono i contenziosi in essere, né i rischi legali e fiscali connessi alle aziende e alla loro attività. Le valutazioni non riflettono possibili perdite derivanti alle aziende, da insussistenze dell'attivo, da sopravvenienze passive o minusvalenze, da perdite monetarie;
- si segnala, infine, che esula dall'oggetto della nostra attività ogni considerazione relativa alle determinazioni degli Amministratori, alla struttura dell'Operazione, ai relativi adempimenti, alle tempistiche, all'avvio e all'esecuzione dell'operazione stessa;
- nell'ottica della presente Relazione, anche a seguito delle analisi e delle valutazioni svolte, si richiamano integralmente e si fanno propri, per quanto compatibili, i disclaimer posti in essere da Intesa San Paolo e Mediobanca sul documento di valutazione allagato alla presente;
- il presente parere ha ad oggetto il Rapporto di Cambio individuato dagli Amministratori nelle loro Relazioni, approvate in via definitiva nei giorni 28-29 aprile 2022, che a loro volta hanno assunto quali situazioni patrimoniali di riferimento, ai sensi



dell'art. 2501-*quater* del Codice Civile, le situazioni al 31 dicembre 2021. Qualora, successivamente all'emissione del seguente parere, anche a seguito della sopravvenuta disponibilità di dati finanziari ed informazioni più aggiornati, gli Amministratori decidessero di procedere ad una revisione dei documenti citati precedentemente relativi alla Fusione, su cui si basa il presente parere, le considerazioni da noi svolte in qualità di esperto comune verrebbero meno e il presente parere non potrebbe conseguentemente essere utilizzato.

### 13. Conclusioni

Sulla base della documentazione esaminata e delle procedure sopra indicate e tenuto conto della natura e portata del nostro lavoro e dei limiti specifici incontrati nell'espletamento del presente incarico, come illustrati nella presente relazione, riteniamo che i metodi di valutazione adottati dai Consigli di Amministrazione di Alia, Publiservizi, Consiag ed Acqua Toscana siano adeguati, in quanto nella circostanza ragionevoli e non arbitrari, e che gli stessi siano stati correttamente applicati al fine della determinazione dei Rapporti di Cambio delle azioni oggetto nel Progetto di Fusione, pari a:

**(a) n. 0,39 azioni ordinarie di Alia per ciascuna azione di Acqua Toscana;**

**(b) n. 0,96 azioni ordinarie di Alia per ciascuna azione di Consiag;**

**(c) n. 9,20 azioni ordinarie di Alia per ciascuna azione di Publiservizi.**

La presente relazione è stata predisposta esclusivamente ai fini di quanto previsto dall'art. 2501-*sexies*, del Codice Civile, nell'ambito del progetto di Fusione per incorporazione di Publiservizi, Consiag ed Acqua Toscana in Alia e pertanto non può essere utilizzata in tutto o in parte per scopi difformi.

Non assumiamo la responsabilità di aggiornare la presente relazione per eventi o circostanze che dovessero manifestarsi successivamente alla data odierna.

**In fede,**

**Dott.ssa Lucia Caciagli**  
**(Baker Tilly Revisa S.p.A)**

**Dott. Iacopo Conti**



Allegati:

1. Nomina del Presidente del Tribunale di Firenze;
2. Bilanci 31.12.2021 di Consiag S.p.A. e Acqua Toscana S.p.A. deliberati dai rispettivi organi amministrativi;
3. Documento di valutazione;
4. Business Plan delle Società partecipanti alla Fusione;
5. Progetto di Fusione;
6. Relazioni degli Amministratori delle Società partecipanti alla Fusione;



7. Risk Free su BTP ventennali Italia – Aprile 2022
8. ERP Germania gennaio 2022

*hapi*

*[Handwritten signature]*

33



*[Handwritten mark]*

10. E' necessario infine aggiungere che: (i) in data 9 marzo 2017, Alia ha emesso un prestito obbligazionario quotato sul mercato regolamentato dell'Irish Stock Exchange - Euronext Dublin, per Euro 50 milioni, avente scadenza in data 9 marzo 2024 e codice identificativo ISIN: XS1577353573; e (ii) in data 23 febbraio 2022, Alia ha emesso un prestito obbligazionario quotato sul mercato regolamentato dell'Irish Stock Exchange - Euronext Dublin, per Euro 90 milioni, avente scadenza in data 23 febbraio 2028 e codice identificativo ISIN: IT0005467680. Alla luce di tale circostanza, in conformità all'art. 2501-*sexies*, comma 3, secondo periodo, c.c., l'esperto comune dovrà necessariamente essere una società di revisione iscritta nell'albo speciale tenuto dalla Consob.

**TUTTO CIÒ PREMESSO**

le Parti, come sopra rappresentate e difese,

**CHIEDONO**

che codesto Ill.mo Tribunale voglia, *ex art. 2501-sexies*, quarto comma, nominare un esperto comune per tutte le istanti (che, ai sensi dell'art. 2501-*sexies*, comma 3, secondo periodo, c.c. dovrà essere una società di revisione iscritta nell'albo speciale tenuto dalla Consob), affinché questi provveda a redigere la relazione sulla congruità del rapporto di cambio della Fusione di cui alle precedenti premesse, nonché, in applicazione del settimo comma dell'art. 2501 *sexies* c.c., alla relazione di stima dei conferimenti in natura *ex art. 2343* c.c. di cui alle medesime premesse.

Si dichiara di voler ricevere le comunicazioni di cancelleria relative al presente procedimento, a mezzo posta elettronica certificata ai seguenti indirizzi: [gberardo.soresina@sirenze.pecavvocati.it](mailto:gberardo.soresina@sirenze.pecavvocati.it), [pietro.chelazzi@sirenze.pecavvocati.it](mailto:pietro.chelazzi@sirenze.pecavvocati.it).

Ai sensi del D.P.R. 30 maggio 2002, n. 115 e successive modificazioni, il contributo unificato dovuto ammonta a Euro 196,00.

Si producono i seguenti documenti:

Doc. 1 - Visura storica della società Alia Servizi Ambientali S.p.A.

V. l'istanza comune cui si riferisce dell'art. 2501 *sexies*, ~~III~~ e ~~VII~~ comma c.c., si vuole essere per gli esperti lo stesso = Bo Ker Tilly ~~S.p.A.~~ S.p.A. ed



Handwritten signature and initials.

Doc. 2 - Visura ordinaria della società Publiservizi S.p.A.

Doc. 3 - Visura ordinaria della società Acqua Toscana S.p.A.

Doc. 4 - Visura ordinaria della società Consiag S.p.A.

\*\*\*

Con osservanza.

Firenze, 4 maggio 2022

Avv. Gherardo Soresina

Avv. Pietro Chelazzi

il Dott. Leopoldo Conti dell'ODPC  
di Firenze.  
in connessione con un'opera  
Fl, 24.5.2022

*[Handwritten signature]*

TRIBUNALE DI FIRENZE  
24 MAG. 2022  
DEPOSITATO IN CANCELLERIA





ACQUA TOSCANA S.P.A.

Piazza Leon Battista Alberti 1/A

50136 – Villa Arrivabene, Firenze (FI)

Capitale sociale € 150.000.000,00

Iscritta al Registro delle Imprese di Firenze

Numero di iscrizione: 07107290483

\*\*\*

**PROVVEDIMENTO DELL'AMMINISTRATORE UNICO**

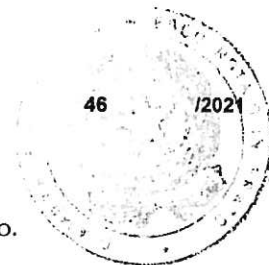
**N. 5 del 29 aprile 2022**

L'anno 2022, il giorno 29 aprile presso la sede di Acqua Toscana S.p.A. (la “Società” o “Acqua Toscana”), Piazza Leon Battista Alberti 1/A, Villa Arrivabene, Firenze (FI), il Dottor Simone Faggi, nella propria qualità di Amministratore Unico della Società dà atto di aver assunto le determinazioni di cui al presente verbale sul seguente:

**ORDINE DEL GIORNO**

- 1) approvazione (a) del progetto di fusione per incorporazione di Acqua Toscana, Consiag S.p.A. e Publiservizi S.p.A. (rispettivamente, “Consiag” e “Publiservizi”, e insieme ad Acqua Toscana, le “Società Incorporande”) in Alia Servizi Ambientali S.p.A. (“Alia”), redatto ai sensi dell’art. 2501-ter del codice civile (il “Progetto di Fusione” e correlatamente la “Fusione”) e (b) della relazione dell’Amministratore Unico di Acqua Toscana, redatta ai sensi dell’art. 2501-quinquies del codice civile (la “Relazione”); e (c) della situazione patrimoniale della Società al 31 dicembre 2021, redatta ai sensi dell’art. 2501-quater del codice civile (la “Situazione Patrimoniale”); delibere inerenti e conseguenti, inclusa l’approvazione dell’istanza congiunta per la nomina di un esperto comune ai sensi dell’art. 2501-sexies, commi quarto e settimo, del codice civile da presentare al Tribunale di Firenze;
- 2) presa d’atto dell’avvio delle attività volte alla determinazione del valore di liquidazione delle azioni della Società eventualmente oggetto di recesso da parte dei soci di Acqua Toscana, ai sensi dell’art. 2437-ter del codice civile;
- 3) presa d’atto degli ulteriori passaggi del progetto Multiutility;
- 4) convocazione dell’Assemblea Straordinaria dei soci di Acqua Toscana per l’assunzione delle delibere di sua competenza.





L'Amministratore Unico passa a trattare gli argomenti iscritti all'ordine del giorno.

\*\*\*

**Punto 1 – Approvazione del Progetto di Fusione, della Relazione e della Situazione Patrimoniale; delibere inerenti e conseguenti**

Con riguardo al primo punto all'ordine del giorno, l'Amministratore Unico premette che già da diversi mesi Alia e le Società Incorporande hanno deciso di intraprendere un progetto di comune sviluppo, volto principalmente alla condivisione di linee strategiche di crescita tali da procurare – attraverso la valorizzazione delle singole società di settore, dei loro brand e del loro attuale presidio territoriale – l'attivazione di sinergie commerciali, industriali ed operative, tramite un'aggregazione industriale e societaria (l'"Operazione"), prende atto in dettaglio del Progetto di Fusione e delle ragioni di opportunità dell'Operazione, osservando, altresì, che lo stesso documento sarà oggi sottoposto all'approvazione anche degli organi amministrativi di Alia e delle altre Società Incorporande, per divenire, con l'approvazione di detti organi la prima tappa dell'*iter* societario e regolamentare necessario per attuare l'Operazione.

L'Operazione si compone, tra l'altro, delle seguenti fasi:

- (a) la Fusione, da cui risulterà la creazione di un unico polo (*multi-utility*) per la gestione dei servizi locali nella Regione Toscana; e
- (b) il conferimento in Alia delle seguenti partecipazioni (i "Conferimenti"):
  - (i) n. 30.134.618 azioni rappresentative del 20,6% del capitale sociale di Toscana Energia S.p.A., detenute dal Comune di Firenze; nonché
  - (ii) n. 1.150.321 azioni rappresentative del 4% del capitale sociale di Publiacqua S.p.A., detenute dal Comune di Pistoia, subordinatamente al mancato esercizio, da parte degli altri soci, del diritto di prelazione previsto dallo statuto di Publiacqua S.p.A.; nel caso di esercizio del diritto di prelazione da parte dei soci della società, il conferimento sarà effettuato in denaro con il versamento dell'equivalente monetario del valore delle azioni di Publiacqua S.p.A., come risultante dalla perizia predisposta ai sensi dell'articolo 2343 del codice civile,

dà quindi atto che il Progetto di Fusione, che è stato redatto sulla base della Situazione Patrimoniale e viene unito al presente Provvedimento con separato fascicolo sotto la lettera "A" per formarne parte integrante, contiene tutte le informazioni richieste dall'art. 2501-ter del codice civile,

dà atto inoltre che la Relazione, redatta ai sensi dell'art. 2501-quinquies del codice civile, anch'essa unita al presente verbale con separato fascicolo sotto la lettera "B" per formarne parte



integrante, contiene tra l'altro, l'illustrazione delle motivazioni della Fusione, nonché la descrizione degli obiettivi che le società coinvolte nella Fusione intendono raggiungere attraverso di essa,

dà atto che la Situazione Patrimoniale da utilizzare ai fini della Fusione, è redatta in conformità a quanto previsto dall'art. 2501-*quater* del codice civile e unita a questo verbale con separato fascicolo sotto la lettera "C" ne forma parte integrante,

considerato che nell'ottica della Fusione, per come sopra esposta, è necessario richiedere la nomina di un esperto, comune a tutte le società partecipanti alla Fusione, che predisponga la relazione sulla congruità del rapporto di cambio *ex art. 2501-sexies* del codice civile. Peraltro, per ragioni di opportunità è stato ritenuto che il Tribunale individuasse detto esperto anche per la stima delle partecipazioni che saranno oggetto dei Conferimenti. L'esperto da nominare deve necessariamente essere un revisore contabile o una società di revisione ai sensi dell'art. 2501-*sexies* del codice civile, anche in considerazione del prestito obbligazionario emesso da Alia, quotato sull'Irish Stock Exchange (su Euronext Dublin, qualificato come mercato regolamentato).

A tal proposito, quindi, viene allegata una bozza di istanza congiunta per la nomina di detto esperto (l'"**Istanza**"), da depositare dinanzi al Tribunale di Firenze, unita al presente verbale con separato fascicolo sotto la lettera "D" per formarne parte integrante, intendendo altresì conferire tutti i necessari poteri all'avvocato Gherardo Soresina e all'avvocato Pietro Chelazzi del Foro di Firenze ai fini della sottoscrizione e della presentazione dell'Istanza in nome e per conto di Alia nonché delle altre società partecipanti alla Fusione,

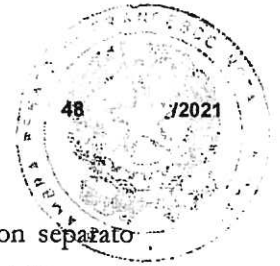
infine si considera che, nell'ambito del progetto per la creazione della Multiutility Toscana, è previsto che i soci delle società partecipanti alla Fusione sottoscrivano un patto parasociale che disciplini i loro diritti ed obblighi in relazione alla partecipazione alla Multiutility, con il possibile conferimento delle loro azioni in una *holding* pubblica di nuova costituzione (il "**Nuovo Patto Parasociale**"): una bozza del Nuovo Patto Parasociale è stata condivisa con i soggetti interessati. Le società partecipanti alla Fusione dovrebbero sottoscrivere il Nuovo Patto Parasociale, per quanto occorrer possa, per presa d'atto dei relativi contenuti.

L'Amministratore Unico, in considerazione di quanto sopra esposto circa il Progetto di Fusione, la Relazione, la Situazione Patrimoniale e l'Istanza,

**DETERMINA**

- (i) di approvare il Progetto di Fusione nel testo unito al presente provvedimento con separato fascicolo sotto la lettera "A";





- (ii) di approvare la Relazione nel testo unito al presente provvedimento con separato fascicolo sotto la lettera "B" e quindi di approvare una proposta di delibera da sottoporre all'Assemblea Ordinaria di Acqua Toscana avente ad oggetto l'approvazione della distribuzione di dividendi anteriormente al perfezionamento della Fusione nei limiti stabiliti dalla Relazione stessa ai fini della definizione del rapporto di cambio;
- (iii) di approvare la Situazione Patrimoniale di Acqua Toscana al 31 dicembre 2021, unita al presente provvedimento con separato fascicolo sotto la lettera "C";
- (iv) di approvare l'Istanza nel testo unito al presente provvedimento con separato fascicolo sotto la lettera "D";
- (v) di conferire apposita procura all'avvocato Gherardo Soresina e all'avvocato Pietro Chelazzi del Foro di Firenze affinché ciascuno di essi possa provvedere al deposito dell'Istanza, di cui al punto (iv) che precede, presso il Tribunale di Firenze;
- (vi) di approvare, per quanto occorrer possa, la sottoscrizione del Nuovo Patto Parasociale da parte della Società.

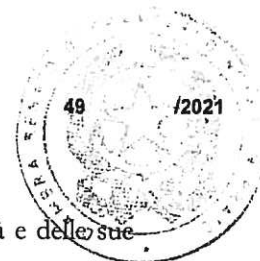
**Punto 2 – Presa d'atto dell'avvio delle attività volte alla determinazione del valore di liquidazione delle azioni della Società eventualmente oggetto di recesso da parte dei soci di Acqua Toscana, ai sensi dell'art. 2437-ter del codice civile**

Considerato che, per effetto della Fusione, l'oggetto sociale di Acqua Toscana subirà alcune modifiche, che comporteranno un cambiamento significativo dell'attività di Acqua Toscana. In particolare, l'oggetto sociale verrà integrato al fine di comprendere tutte le attività svolte dalle diverse società partecipanti alla Fusione nei diversi settori dei servizi al cittadino.

Tale modifica dell'oggetto sociale, peraltro, comporterà che i soci assenti, astenuti o dissenzienti rispetto alla delibera di approvazione di dette modifiche statutarie possano esercitare il diritto di recesso ai sensi dell'art. 2437, comma 1, lett. a), del codice civile.

Si rende necessario, pertanto, provvedere alla determinazione del valore di liquidazione delle azioni ai sensi dell'art. 2437-ter del codice civile. A tal riguardo, verranno avviate le attività volte alla determinazione del valore delle azioni della Società ai fini del recesso e la relativa determinazione sarà poi approvata in una delibera successiva.

Allo scopo di calcolare il valore delle azioni ai sensi dell'articolo 2437-ter del codice civile, coerentemente con le indicazioni fornite dalla migliore dottrina aziendale e dalla consolidata esperienza professionale, il valore di liquidazione delle azioni sarà determinato dall'Amministratore Unico, sentito il parere del collegio sindacale e del soggetto incaricato della



revisione legale dei conti, tenuto conto della consistenza patrimoniale della Società e delle sue prospettive reddituali, nonché dell'eventuale valore di mercato delle azioni.

Tutto ciò premesso e considerato, l'Amministratore Unico,

#### DETERMINA

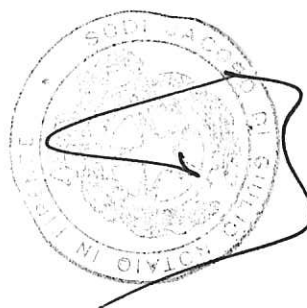
- (i) di avviare le attività finalizzate alla determinazione del valore di liquidazione delle azioni ai fini dell'eventuale recesso degli azionisti della Società; e
- (ii) di rinviare ad un successivo provvedimento l'analisi e l'approvazione di tale determinazione, una volta compiuta.

#### Punto 3 – Illustrazione degli ulteriori passaggi del progetto MultiUtility. Delibere inerenti e conseguenti

Passando al terzo punto all'ordine del giorno, sono individuati gli ulteriori passaggi dell'Operazione:

- (a) un aumento del capitale di Alia, in via scindibile, di complessivi Euro 59.130.886 (complessivo di sovrapprezzo) a servizio dei Conferimenti ("**AuCap Conferimenti**");
- (b) il rilascio da parte dell'Assemblea di Alia a favore del Consiglio di Amministrazione di Alia di una delega ai sensi dell'art. 2443 del codice civile, ad aumentare il capitale sociale in una o più volte e in via scindibile, entro un periodo di cinque anni dalla deliberazione, fino a massimi Euro 3.500.000.000,00 da liberarsi – *inter alia* – mediante conferimenti in natura di partecipazioni in società operanti in settori analoghi e affini a quelli della società risultante dalla Fusione (la "**Multiutility**"), nonché a servizio della quotazione di Alia da realizzarsi successivamente al perfezionamento della Fusione, tale per cui almeno il 51% del capitale sociale della Multiutility sarà detenuto da soci pubblici raggruppati in una *holding* pubblica e fino al 49% dal mercato (la "**Quotazione**");
- (c) il rilascio da parte dell'Assemblea di Alia a favore del Consiglio di Amministrazione di Alia di un'autorizzazione a (i) costituire una nuova società interamente controllata dalla Multiutility ("**OpCo**") e a (ii) conferire in OpCo il ramo d'azienda operativo di Alia relativo alla gestione dei rifiuti costituito da dipendenti, mezzi e macchinari, senza mutamento della titolarità della concessione per il "*Servizio di gestione integrata dei rifiuti urbani e assimilati nel territorio di ATO Toscana Centro*", affidata – previa gara di mercato – con contratto di servizio stipulato il 31 agosto 2017 (la "**Concessione**").

Le ragioni sottese a quanto sopra riportato sono esaminate in dettaglio in un documento denominato "Il Progetto Multiutility" che sarà conservato agli atti della Società e allegato al presente Provvedimento.



AG