

PROGETTO DI FUSIONE PER INCORPORAZIONE
di SOCIETÀ AZIONARIA PER LA CONDOTTA ACQUE POTABILI S.p.A.
in SVILUPPO IDRICO S.p.A.

RELAZIONE DELLA SOCIETÀ DI REVISIONE
sul Rapporto di Cambio delle azioni ai sensi
dell'art. 2501 *sexies* del Codice Civile

RELAZIONE DELLA SOCIETÀ DI REVISIONE sul Rapporto di Cambio delle azioni ai sensi dell'art. 2501 *sexies* del Codice Civile

Agli Azionisti di
Società Azionaria per la Condotta Acque Potabili S.p.A.
Sviluppo Idrico S.p.A.

1. Motivo, oggetto e natura dell'incarico

Nel quadro della prospettata fusione per incorporazione di Società Azionaria per la Condotta Acque Potabili S.p.A. (nel seguito denominata "SAP" o "Società Incorporanda") in Sviluppo Idrico S.p.A. (nel seguito denominata "Sviluppo Idrico" o "Società Incorporante" e, congiuntamente con SAP, le "Società Partecipanti alla Fusione"), in data 11 luglio 2014 con provvedimento depositato in cancelleria il 18 luglio 2014 siamo stati nominati dal Tribunale di Torino, su istanza di SAP e Sviluppo Idrico e per conto delle medesime, quale esperto comune per la redazione della relazione (la "Relazione") sulla congruità del rapporto di cambio delle azioni della Società Incorporante con le azioni della Società Incorporanda (il "Rapporto di Cambio"), ai sensi dell'art. 2501 *sexies* del Codice Civile.

A tal fine abbiamo ricevuto da SAP e Sviluppo Idrico il progetto di fusione per incorporazione di SAP in Sviluppo Idrico (il "Progetto di Fusione") approvato dai consigli di amministrazione di SAP e di Sviluppo Idrico (i "Consigli di Amministrazione") in data 7 agosto 2014, corredato da apposite relazioni degli Amministratori che indicano, illustrano e giustificano, ai sensi dell'art. 2501 *quinquies* del Codice Civile, il Rapporto di Cambio, nonché le situazioni patrimoniali al 30 giugno 2014 di SAP e Sviluppo Idrico, approvate dai rispettivi consigli di amministrazione in data 7 agosto 2014, che costituiscono le situazioni patrimoniali previste dall'art. 2501 *quater* del Codice Civile.

Il Progetto di Fusione sarà sottoposto all'approvazione delle Assemblee Straordinarie degli Azionisti di SAP e Sviluppo Idrico, convocate nel rispetto della normativa applicabile.

Al fine di fornire agli Azionisti idonee informazioni sul Rapporto di Cambio, la presente Relazione indica i metodi seguiti dagli Amministratori per la sua determinazione e le difficoltà di valutazione incontrate dagli stessi; essa contiene inoltre la nostra valutazione sull'adeguatezza nella circostanza di tali metodi, sotto il profilo della loro ragionevolezza e non arbitrarietà, sull'importanza relativa attribuita dagli Amministratori delle due società a ciascuno di essi nonché sulla loro corretta applicazione.

Nell'esaminare i metodi di valutazione adottati dagli Amministratori di SAP e Sviluppo Idrico, non abbiamo effettuato una valutazione delle società oggetto dell'operazione di fusione. Tali valutazioni sono state svolte dai Consigli di Amministrazione.

I consigli di amministrazione di SAP e Sviluppo Idrico non si sono avvalsi di alcun consulente ai fini delle proprie valutazioni e determinazioni.

Le procedure descritte nella presente Relazione sono state da noi effettuate al solo scopo di esprimere un giudizio sui metodi di valutazione adottati dagli Amministratori delle due società per determinare il Rapporto di Cambio e pertanto:

- non hanno alcuna validità per finalità diverse;
- non costituiscono in alcun modo una valutazione di merito sulla opportunità dell'operazione di fusione, né sulle motivazioni della stessa espresse nelle Relazioni degli Amministratori.

2. Sintesi dell'Operazione

In data 11 marzo 2014, Sviluppo Idrico - veicolo societario il cui intero capitale sociale è posseduto in parti uguali da Iren Acqua Gas S.p.A. ("IAG", società sottoposta a direzione e coordinamento di Iren S.p.A.) e da Società Metropolitana Acque Torino S.p.A. ("SMAT") - ha comunicato al pubblico la propria decisione di promuovere un'offerta pubblica di acquisto volontaria totalitaria (l'"Offerta") sulle azioni ordinarie di SAP ai sensi degli articoli 102 e seguenti del Decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 ("TUF"), ad eccezione di n. 11.108.795 azioni possedute da IAG e di n. 11.108.795 azioni possedute da SMAT. L'Offerta aveva, pertanto, ad oggetto massime n. 13.785.355 azioni di SAP, pari a circa il 38.29% del capitale sociale di SAP ed era finalizzata alla revoca delle azioni SAP dalla quotazione sul mercato telematico azionario organizzato e gestito da Borsa Italiana ("MTA").

In esito alla conclusione dell'Offerta, sono state portate in adesione complessive n. 9.431.746 azioni rappresentative del 26,197% del capitale sociale di SAP e pari al 68,419% delle azioni oggetto dell'Offerta, per un controvalore complessivo pari ad Euro 11.318.095,20 ad un prezzo di Euro 1,20 per ciascuna azione. A seguito e per effetto dell'Offerta, Sviluppo Idrico, IAG e SMAT (le "Società") sono pertanto venute a detenere complessivamente una partecipazione pari a n. 31.649.336 azioni pari al 87,908% del capitale sociale di SAP. Come previsto nel "Documento di Offerta Pubblica Di Acquisto Volontaria Totalitaria" redatto ai sensi degli articoli 102 e seguenti del TUF, le Società hanno valutato la deliberazione di una fusione per incorporazione di SAP in Sviluppo Idrico in quanto ad esito e per effetto dell'Offerta gli azionisti IAG, SMAT e Sviluppo Idrico sono venuti a detenere complessivamente una partecipazione inferiore al 90% del capitale sociale di SAP, al fine di (i) revocare le azioni SAP dalla quotazione sul MTA, (ii) conseguire la riorganizzazione delle attività di SAP e (iii) conseguire un risparmio di costi collegati al venir meno degli oneri connessi alla quotazione all'MTA.

Nel mese di luglio 2014, antecedentemente alla delibera di approvazione del Progetto di Fusione, il Consiglio di Amministrazione di Sviluppo Idrico ha deliberato in data 1 luglio 2014:

- (i) di proporre all'assemblea dei soci di Sviluppo Idrico un aumento di capitale gratuito di Euro 1,95 milioni con utilizzo delle riserve, così portando il capitale sociale della Società ad Euro 2 milioni. Tale proposta è stata approvata dall'Assemblea dei Soci di Sviluppo Idrico in data 4 luglio 2014;
- (ii) di proporre ai Soci IAG e SMAT la conversione parziale in conto capitale dei finanziamenti fruttiferi ricevuti nella misura di Euro 10,4 milioni. I Soci hanno accettato in data 10 luglio la proposta pervenuta da Sviluppo Idrico.

Gli Amministratori sottolineano nelle proprie Relazioni come tali misure di rafforzamento patrimoniale di Sviluppo Idrico siano propedeutiche alla semplificazione della determinazione del Rapporto di Cambio, in quanto comportano una posizione finanziaria netta di Sviluppo Idrico, al netto del valore attuale dei costi di struttura da sostenere fino all'esercizio 2027, data di scadenza delle principali concessioni, sostanzialmente nulla. Gli Amministratori, al fine di tenere conto degli effetti delle operazioni sul capitale di cui sopra, hanno redatto una Situazione Patrimoniale Rettificata di Sviluppo Idrico al 30 giugno 2014, allegata alle Relazioni degli Amministratori.

Gli Azionisti di SAP riceveranno, in considerazione degli effetti complessivi della Fusione, 0,212 (zero virgola duecento dodici) azioni ordinarie Sviluppo Idrico del valore nominale di Euro 1,00 ciascuna per ogni 1 (una) azione ordinarie SAP del valore nominale di Euro 0,10 ciascuna, senza la corresponsione da parte di Sviluppo Idrico di alcun conguaglio in denaro.

Non sono previsti pagamenti, né in denaro né di altro tipo, da effettuarsi ad opera di Sviluppo Idrico in favore degli Azionisti di SAP in relazione alla Fusione, fatta eccezione con riferimento al Rapporto di Cambio, come descritto nel Progetto di Fusione.

3. Documentazione utilizzata

Nello svolgimento del nostro lavoro abbiamo ottenuto direttamente da Sviluppo Idrico e SAP i documenti e le informazioni ritenute utili nella fattispecie.

Abbiamo analizzato la documentazione ricevuta, ed in particolare:

- a) il Progetto di Fusione e le Relazioni degli Amministratori delle due società che verranno presentate alle rispettive Assemblee Straordinarie, che propongono, con riferimento alla situazione patrimoniale al 30 giugno 2014, il seguente Rapporto di Cambio FI:
 - n. 0,212 azione ordinaria Sviluppo Idrico di nuova emissione da nominali Euro 1 per ogni azione ordinaria SAP del valore nominale di Euro 0,10 cadauna.Non è previsto alcun conguaglio in denaro.
Tale Rapporto di Cambio è stato determinato dagli Amministratori di Sviluppo Idrico e SAP. Le Relazioni degli Amministratori espongono analiticamente i metodi di valutazione adottati, le ragioni della loro scelta, i valori risultanti dalla loro applicazione e le considerazioni formulate al riguardo;
- b) il Progetto di Fusione e le Relazioni degli Amministratori che verranno presentate alle rispettive Assemblee Straordinarie, e i relativi documenti a supporto;
- c) le situazioni patrimoniali al 30 giugno 2014 di SAP e Sviluppo Idrico e le relative relazioni di revisione contabile limitata e di revisione contabile della società di revisione BDO S.p.A.;
- d) la Situazione Patrimoniale Rettificata al 30 giugno 2014 di Sviluppo Idrico;
- e) il bilancio consolidato semestrale abbreviato al 30 giugno 2014 di SAP e la relativa relazione di revisione contabile limitata della società di revisione BDO S.p.A.;
- f) i bilanci di esercizio e consolidato al 31 dicembre 2013 di SAP e la relativa relazione di revisione contabile della società di revisione BDO S.p.A.;
- g) le informazioni contabili, extracontabili e gestionali ritenute utili per il raggiungimento delle finalità dell'incarico, indicate nel precedente punto 1.;
- h) lo Statuto vigente di SAP, nonché lo statuto vigente e quello post-fusione di Sviluppo Idrico, questi ultimi due documenti allegati al Progetto di Fusione;
- i) i verbali del Consiglio di Amministrazione, del Collegio Sindacale e dei Comitati, ove previsti, di entrambe le società, inclusi i relativi documenti a supporto;
- j) l'andamento delle quotazioni di borsa e volumi di scambio dei titoli SAP;

- k) le informazioni pubblicamente disponibili su società operanti nello stesso settore e ricerche e analisi finanziarie pubblicate da istituti specializzati e banche d'affari;
- l) i comunicati stampa e le informazioni sulle Fusioni rese disponibili al pubblico da SAP e Sviluppo Idrico.

Abbiamo infine ottenuto una attestazione che, per quanto a conoscenza degli Amministratori di SAP e Sviluppo Idrico, non sono intervenute modifiche significative ai dati ed alle informazioni presi in considerazione nello svolgimento delle nostre analisi.

4. Metodi di valutazione adottati dagli Amministratori per la determinazione del Rapporto di Cambio

Come descritto dagli Amministratori nelle proprie Relazioni, le operazioni di rafforzamento patrimoniale propedeutiche alla Fusione assunte dal Consiglio di Amministrazione di Sviluppo Idrico in data 1 luglio 2014 e perfezionatesi nel mese di luglio 2014, descritte al precedente paragrafo 2., hanno determinato una posizione finanziaria netta di Sviluppo Idrico, al netto del valore attuale dei costi di struttura da sostenere fino all'esercizio 2027, data di scadenza delle principali concessioni, sostanzialmente nulla.

Di conseguenza, la valutazione di Sviluppo Idrico, tenuto conto della configurazione della stessa quale holding di partecipazioni la cui attività principale è rappresentata dalla partecipazione in SAP, coincide sostanzialmente con la valutazione di SAP stessa.

Ne consegue che il Rapporto di Cambio si desume matematicamente dal rapporto partecipativo in essere tra Sviluppo Idrico e SAP, indipendentemente dalla valutazione attribuita a quest'ultima.

Gli Amministratori hanno tuttavia ritenuto appropriato individuare una pluralità di metodi di valutazione, selezionati tra quelli ritenuti più appropriati per esprimere il valore delle entità coinvolte nella Fusione.

4.1. Scelta dei metodi e criteri di valutazione

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

Si precisa inoltre che i valori relativi di SAP e Sviluppo Idrico sono stati determinati in ipotesi di continuità aziendale e prescindendo da ogni considerazione di carattere economico e finanziario relativa agli effetti della Fusione. Le società partecipanti alla Fusione sono state valutate come entità separate (cosiddetta ottica *stand-alone*), a prescindere da qualsiasi valutazione dei potenziali effetti della Fusione sull'entità risultante (quali ad esempio, sinergie di costo).

4.2. Descrizione delle metodologie utilizzate

Tenuto conto della finalità delle stime, dei criteri comunemente impiegati nella prassi valutativa nazionale ed internazionale, delle caratteristiche proprie di ciascuna società, dello *status* di società quotata per quanto riguarda SAP, nonché, infine, del rapporto di controllo esistente tra Sviluppo Idrico e SAP, i Consigli di Amministrazione hanno applicato le seguenti metodologie di valutazione:

- i. per quanto riguarda SAP:
 - metodo patrimoniale rettificato
 - metodo delle transazioni integrato dall'osservazione dei prezzi di borsa
- ii. per quanto riguarda Sviluppo Idrico:
 - metodo del Net Asset Value

4.2.1. Metodo patrimoniale rettificato

Gli Amministratori, tenuto conto del fatto che SAP opera in un mercato regolamentato, hanno adottato un metodo di valutazione che presuppone la mera rettifica del Patrimonio Netto per le poste patrimoniali incapaci di generare autonomamente un flusso di reddito sulla base delle disposizioni dell'autorità regolatoria di riferimento (Autorità per l'energia elettrica, il gas ed il sistema idrico - AEEGSI). Tale metodo è stato adottato rettificando il valore del Patrimonio Netto per l'avviamento ed ottenendo, così, il Patrimonio Netto per azione rettificato.

4.2.2. Metodo delle transazioni integrato dall'osservazione dei prezzi di borsa

Il metodo delle transazioni comparabili esprime il valore delle società oggetto di valutazione con riferimento alle transazioni più recenti avvenute sui titoli oggetto di valutazione. Gli Amministratori segnalano che nel caso in esame hanno fatto riferimento alla transazione avente ad oggetto l'Offerta promossa da Sviluppo Idrico, che ha interessato una quota significativa del capitale di SAP.

Tale metodo incorpora tuttavia, nel caso in esame, anche altre componenti di valore non valutate con i metodi di valutazione precedentemente indicati, e che attengono essenzialmente alla misura della liquidità del titolo oggetto della transazione e al contesto dei corsi di borsa in cui, nel caso in esame, l'Offerta è stata promossa.

Per tale motivo, tale metodo è stato integrato mediante confronto con le medie ponderate a 1, 3, 6 e 12 mesi dei prezzi ufficiali di borsa del titolo SAP, sia per il periodo temporale antecedente la data di annuncio dell'Offerta (11 marzo 2014), sia per il periodo immediatamente precedente all'approvazione della Fusione da parte dei rispettivi Consigli di Amministrazione (6 agosto 2014).

4.2.3. Metodo del Net Asset Value

Il metodo del Net Asset Value ("NAV") è comunemente utilizzato nella valutazione di società holding di partecipazioni, quali Sviluppo Idrico. Tale metodologia esprime il valore del capitale economico quale somma del valore delle partecipazioni e delle attività detenute dalle società holding, al netto delle passività rilevanti.

Gli Amministratori, sulla base dell'analisi delle attività e passività di Sviluppo Idrico nonché dei costi di gestione collegati alla sua esistenza in un'ottica *stand alone*, hanno determinato il NAV di Sviluppo Idrico pari al valore della partecipazione in SAP, a sua volta definito in funzione della quota di azioni SAP detenute da Sviluppo Idrico e delle valutazioni risultanti dall'applicazione delle metodologie sopra descritte.

5. Difficoltà di valutazione incontrate dagli Amministratori

Nel raggiungere i risultati di cui sopra, anche in applicazione dell'art. 2501 *quinquies* del Codice Civile, gli Amministratori non hanno riscontrato particolari difficoltà nell'applicazione delle metodologie di valutazione o nella determinazione del Rapporto di Cambio.

6. Risultati emersi dalla valutazione effettuata dagli Amministratori

Poiché come descritto in precedenza al paragrafo 4.1, la valutazione di Sviluppo Idrico è immediatamente e direttamente rapportabile alla valutazione di SAP stessa, il Rapporto di Cambio risulta indipendente dalla valutazione assoluta attribuita a SAP, così come dimostrato dallo sviluppo delle seguenti formule:

$$\text{Rapporto di Cambio} = (\text{Valore SAP/N. Azioni SAP}) / (\% \text{ partecipazione} \times \text{Valore SAP/N. Azioni Sviluppo Idrico})$$

Da cui si ottiene:

$$\text{Rapporto di Cambio} = \text{N. Azioni Sviluppo Idrico} / (\% \text{ partecipazione} \times \text{N. Azioni SAP})$$

Come descritto dagli Amministratori nelle proprie Relazioni, il Rapporto di Cambio è stato tuttavia definito anche in funzione delle valutazioni nel seguito descritte.

6.1 Metodo Patrimoniale Rettificato

In base a quanto rappresentato nelle proprie Relazioni, gli Amministratori di SAP e Sviluppo Idrico hanno stimato il valore per azione SAP *stand alone* sulla base del metodo Patrimoniale Rettificato in Euro 2,55, come segue:

Metodo Patrimonio rettificato	
Data di riferimento della valutazione	30-giu-14
Patrimonio Netto (€)	103.687.267
Avviamento (€)	(11.869.844)
Patrimonio Netto rettificato (€)	91.817.423
N. azioni (n°)	36.002.945
Equity Value per azione (€)	2,55

Fonte: relazione degli amministratori di SAP sulla Fusione

Tale valutazione si basa sul presupposto che sono suscettibili di valutazione tutti i beni strumentali di SAP ricompresi fra le attività materiali ed immateriali, ad esclusione dell'avviamento, in quanto suscettibili di una produzione di reddito autonoma determinata sulla base delle delibere dell'AEEGSI. Il Patrimonio Netto consolidato al 30 giugno 2014, pari ad Euro 103,7 milioni, è stato dunque unicamente rettificato per escludere l'avviamento registrato in bilancio alla medesima data e pari ad Euro 11,9 milioni.

6.2 Metodo delle transazioni integrato dall'osservazione dei prezzi di borsa

Gli Amministratori di SAP e Sviluppo Idrico hanno utilizzato, quale metodo alternativo a supporto della determinazione del Rapporto di Cambio, il metodo delle transazioni comparabili.

In base a quanto indicato nelle Relazioni degli Amministratori, è stata presa a riferimento la più recente transazione disponibile avente ad oggetto le azioni SAP, ossia l'Offerta promossa da Sviluppo Idrico che, in esito ai risultati della stessa, ha interessato una quota significativa del capitale di SAP, pari al 26,197%, con un grado di adesione pari al 68,419% delle azioni oggetto dell'Offerta ad un prezzo di Euro 1,20 per ciascuna azione.

Tale transazione risulta altresì significativa per l'impegno irrevocabile di adesione del socio Equiter a beneficio di Sviluppo Idrico ad un prezzo di Euro 1,05 per ciascuna azione.

I Consigli di Amministrazione di SAP e Sviluppo Idrico hanno pertanto stimato il valore per azione SAP *stand alone* secondo il metodo delle transazioni comparabili in Euro 1,20, come segue:

Metodo Transazioni Comparabili

Società	Prezzo unitario (€)	Nr. Azioni	Equity Value (€)
SAP	1,20	36.002.945	43.203.534

Fonte: relazione degli amministratori di SAP sulla Fusione

Al fine di incorporare anche altre componenti di valore non valutate con i metodi di valutazione precedentemente indicati, e che attengono essenzialmente alla misura della liquidità del titolo oggetto della transazione e al contesto dei corsi di borsa in cui l'Offerta è stata promossa, le Relazioni degli Amministratori riportano anche, a titolo di confronto, le medie ponderate a 1, 3, 6 e 12 mesi dei prezzi ufficiali di borsa del titolo SAP sia per il periodo temporale antecedente la data di annuncio dell'Offerta (11 marzo 2014), sia per il periodo immediatamente precedente all'approvazione della Fusione (6 agosto 2014), come riportato nelle seguenti tabelle:

Metodo Quotazioni di Borsa (11 marzo 2014)

Società	Prezzo medio (€)	Nr. Azioni	Equity Value (€)
Media 3 mesi	0,958	36.002.945	34.490.821
Media 6 mesi	0,909	36.002.945	32.726.677
Media 12 mesi	0,891	36.002.945	32.078.624

Fonte: relazione degli amministratori di SAP sulla Fusione

Metodo Quotazioni di Borsa (6 agosto 2014)

Società	Prezzo medio (€)	Nr. Azioni	Equity Value (€)
Media 3 mesi	1,187	36.002.945	42.735.496
Media 6 mesi	1,069	36.002.945	38.487.148
Media 12 mesi	0,998	36.002.945	35.930.939

Fonte: relazione degli amministratori di SAP sulla Fusione

6.3 Metodo del Net Asset Value

Nell'applicazione di tale metodo, i Consigli di Amministrazione hanno proceduto preliminarmente all'identificazione delle attività e passività di bilancio, tenendo in considerazione le citate operazioni di rafforzamento patrimoniale adottate dal Consiglio di Amministrazione di Sviluppo Idrico e già eseguite alla data di approvazione della Relazione degli Amministratori. Tenuto conto della natura della società, il valore di Sviluppo Idrico si può rappresentare come segue:

$$\text{Valore Sviluppo Idrico} = \% \text{ partecipazione} \times \text{Valore SAP} + \text{Liquidità Netta} - \text{valore attuale Costi Corporate}$$

Il valore della partecipazione detenuta da Sviluppo Idrico in SAP è stato determinato direttamente sulla base del valore ottenuto dall'applicazione dei sopra descritti metodi di valutazione adottati per la valutazione di SAP, mentre il valore della Liquidità Netta è stato determinato quale differenza tra le attività (esclusa la partecipazione in SAP) e le passività, ed è risultato pari a circa Euro 0,9 milioni.

Per quanto riguarda i costi *corporate*, gli Amministratori hanno stimato, per tutta la durata delle principali concessioni, e quindi fino all'anno 2027:

- i costi del Consiglio di Amministrazione, del Collegio Sindacale e della Società di Revisione di Sviluppo Idrico;
- i costi collegati ai servizi minori acquistati da Sviluppo Idrico dai Soci ed afferenti la gestione amministrativa e societaria di Sviluppo Idrico.

Il valore attuale di tali costi, determinato utilizzando quale tasso di attualizzazione il costo medio ponderato del capitale investito (WACC), stimato pari al 6,41%, è risultato sostanzialmente pari al valore della Liquidità Netta.

Pertanto, gli Amministratori hanno definito che il valore di Sviluppo Idrico coincide con il valore della partecipazione in SAP.

6.4 Sintesi dei risultati

La tabella che segue riporta il calcolo del Rapporto di Cambio in funzione dell'applicazione delle metodologie di valutazione descritte in precedenza:

Metodo di Valutazione di SAP	Valore 1. Az. SAP	Valore 1 Az. SI	Rapporto di Cambio
	Euro (A)	Euro (B)	n. Az. SI per n. 1 Az. SAP RC=(A) / (B)
Patrimonio Netto Rettificato	2,55	12,03	0,212
Transazioni	1,20	5,66	0,212
Medie ponderate dei prezzi ufficiali per il periodo temporale antecedente la data di annuncio dell'Offerta (11 marzo 2014):			
3 mesi	0,958	4,518	0,212
6 mesi	0,909	4,287	0,212
12 mesi	0,891	4,202	0,212
Medie ponderate dei prezzi ufficiali al 6 agosto 2014			
3 mesi	1,187	5,596	0,212
6 mesi	1,069	5,041	0,212
12 mesi	0,998	4,704	0,212

Sulla base delle valutazioni sopra descritte, i Consigli di Amministrazione di SAP e Sviluppo Idrico hanno approvato il seguente Rapporto di Cambio:

- n. 0,212 azioni ordinarie di Sviluppo Idrico del valore nominale di Euro 1,00 per ogni azione ordinaria SAP del valore nominale di Euro 0,10 cadauna.

Non è previsto alcun conguaglio in denaro.

7. Lavoro svolto

7.1. Lavoro svolto sulla documentazione utilizzata, menzionata al precedente punto 3.

Le Situazioni Patrimoniali al 30 giugno 2014 di SAP e di Sviluppo Idrico approvate dai rispettivi Consigli di Amministrazione in data 7 agosto 2014, assunte quali situazioni patrimoniali predisposte ai sensi dell'art. 2501 *quater* del Codice Civile, sono state assoggettate rispettivamente a revisione contabile limitata e a revisione contabile da parte della società di revisione BDO S.p.A..

Il bilancio consolidato semestrale abbreviato al 30 giugno 2014 di SAP è stato assoggettato a revisione contabile limitata da parte della società di revisione BDO S.p.A..

Si segnala inoltre che i bilanci di esercizio e consolidato di SAP al 31 dicembre 2013 sono stati assoggettati a revisione contabile da parte di BDO S.p.A..

In relazione a questi bilanci e situazioni patrimoniali, abbiamo svolto limitate procedure di revisione, che sono principalmente consistite in discussioni con la Direzione di SAP e di Sviluppo Idrico ed incontri con la società di revisione BDO S.p.A., con l'obiettivo di rilevare i principi contabili utilizzati ed i fatti salienti concernenti la loro redazione, nonché analisi critiche degli ammontari in esse esposti.

Con riferimento ai costi *corporate* di Sviluppo Idrico che derivano dai dati contabili della società, al netto delle poste identificate come non ricorrenti, abbiamo effettuato limitate procedure di revisione, che sono principalmente consistite in discussioni con la Direzione di Sviluppo Idrico al fine di rilevare i principi contabili applicati e le stime e i parametri utilizzati dagli Amministratori per la determinazione e capitalizzazione di tali costi fino al 2027, data di scadenza delle principali concessioni, e per il calcolo del loro valore attuale.

Abbiamo inoltre raccolto, attraverso discussione con le Direzioni di SAP e di Sviluppo Idrico, informazioni circa gli eventi verificatisi successivamente alla data di chiusura delle situazioni patrimoniali sopra menzionate che possono avere un effetto significativo sulla determinazione dei valori oggetto del presente esame.

Le sopradescritte attività sono state svolte nella misura necessaria per il raggiungimento delle finalità dell'incarico, indicate nel precedente punto 1.

7.2. Lavoro svolto sui metodi utilizzati per la determinazione del Rapporto di Cambio

Abbiamo svolto le seguenti procedure:

- analisi del Progetto di Fusione e delle Relazioni degli Amministratori di SAP e Sviluppo Idrico per verificare la completezza e l'uniformità dei procedimenti seguiti dagli Amministratori nella determinazione del Rapporto di Cambio, nonché l'omogeneità di applicazione dei metodi di valutazione;
- sviluppo di analisi di sensitività nell'ambito dei metodi di valutazione adottati, con l'obiettivo di esaminare quanto il Rapporto di Cambio fosse influenzato da variazioni nelle ipotesi e parametri ritenuti significativi;
- verifica della coerenza dei dati utilizzati rispetto alle fonti di riferimento ed alla "Documentazione utilizzata" descritta al precedente punto 3.;
- verifica della correttezza matematica del calcolo del Rapporto di Cambio effettuato mediante applicazione dei metodi di valutazione adottati dagli Amministratori;

Abbiamo inoltre raccolto, attraverso discussione con le Direzioni di SAP e di Sviluppo Idrico, e ottenuto attestazione, che per quanto a loro conoscenza, non sono intervenute modifiche significative ai dati ed alle informazioni presi in considerazione nello svolgimento delle nostre analisi, né si sono verificati eventi tali da modificare le valutazioni espresse dagli Amministratori per la determinazione del Rapporto di Cambio.

Le sopradescritte attività sono state svolte nella misura ritenuta necessaria per il raggiungimento delle finalità dell'incarico, indicate nel precedente punto 1.

8. Commenti sull'adeguatezza dei metodi utilizzati e sulla validità delle stime prodotte

Con riferimento al presente incarico, riteniamo opportuno sottolineare che la finalità principale del procedimento decisionale degli Amministratori consiste in una stima dei valori relativi delle 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 è tanto la determinazione dei valori assoluti del capitale economico delle società interessate, quanto piuttosto l'individuazione di valori confrontabili in sede di determinazione del rapporto di cambio.

Per tale ragione, le valutazioni per operazioni di fusione hanno significato unicamente nel loro profilo relativo e non possono essere assunte quali stime del valore assoluto delle società in relazione ad operazioni diverse dalla fusione.

Abbiamo quindi svolto un esame critico delle metodologie seguite dagli Amministratori per la determinazione del valore relativo delle società e, quindi, del Rapporto di Cambio, verificandone l'idoneità tecnica nelle specifiche circostanze, tenuto conto dell'Operazione nel suo complesso.

Con riferimento ai metodi di valutazione adottati si osserva che:

- sono largamente diffusi nella prassi professionale italiana e internazionale, hanno consolidate basi dottrinali e si basano su parametri determinati attraverso un processo metodologico di generale accettazione;
- appaiono adeguati nella fattispecie in considerazione delle caratteristiche delle società interessate dall'Operazione;
- conformemente al contesto valutativo richiesto in sede di fusione, i metodi sono stati sviluppati in ottica *stand alone*;
- l'approccio metodologico adottato dagli Amministratori ha consentito di rispettare il criterio della omogeneità dei metodi di valutazione e quindi della confrontabilità dei valori;
- l'applicazione di più di un metodo di valutazione ha consentito comunque di allargare il processo di valutazione e sottoporre ad un esame sostanziale i risultati ottenuti.

Con riferimento allo sviluppo delle metodologie di valutazione effettuato dagli Amministratori, evidenziamo di seguito le nostre considerazioni:

- il metodo del NAV è generalmente applicato nella prassi professionale nella valutazione di realtà aziendali quali Sviluppo Idrico, le cui attività preponderanti sono rappresentate da partecipazioni. In considerazione delle peculiari caratteristiche della società (illiquidità delle azioni) e delle informazioni a disposizione (assenza di un Piano economico-patrimoniale pluriennale), gli Amministratori hanno necessariamente dovuto adottare un unico metodo di valutazione, basato appunto sulla valutazione dei singoli elementi che compongono il patrimonio netto della società, al netto del valore attuale dei costi *corporate*.
- i metodi di valutazione adottati ai fini della valutazione di SAP appaiono adeguati nella fattispecie, in considerazione delle caratteristiche della società. Si rileva peraltro che, come già sottolineato in precedenza, tali valutazioni risultano influenti ai fini della determinazione del rapporto di Cambio.

9. Limiti specifici incontrati dal revisore nell'espletamento del presente incarico

Come in precedenza evidenziato, nell'esecuzione del nostro incarico abbiamo utilizzato dati, documenti ed informazioni forniti dalle società partecipanti alla fusione, assumendone la veridicità, correttezza e completezza, senza svolgere verifiche al riguardo. Parimenti, non sono state eseguite, sempre perché estranee all'ambito del nostro incarico, verifiche e/o valutazioni circa la validità e/o efficacia delle operazioni effettuate da SAP, Sviluppo Idrico e/o dalle loro società controllate, né dei relativi atti, né degli effetti della Fusione sulle medesime.

10. Conclusioni

Sulla base della documentazione esaminata e delle procedure sopra indicate, e tenuto conto della natura e portata del nostro lavoro, come illustrati nella presente Relazione, riteniamo che i metodi di valutazione adottati dagli Amministratori di SAP e di Sviluppo Idrico siano adeguati in quanto nella circostanza ragionevoli e non arbitrari, e che gli stessi siano stati correttamente applicati ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio delle azioni contenuto nel Progetto di Fusione pari a:

- n. 0,212 azioni ordinarie di Sviluppo Idrico del valore nominale di Euro 1,00 per ogni azione ordinaria SAP del valore nominale di Euro 0,10 cadauna.

Non è previsto alcun conguaglio in denaro.

Torino, 8 agosto 2014

Reconta Ernst & Young S.p.A.


Luigi Conti
(Socio)