STUDIO GMR E ASSOCIATI
DOTTORI COMMERCIALISTI

Spett.le Acque Potabili SpA
Corso XI febbraio, 22
10152 Torino

Alla c.a. del Collegio Sindacale nella sua funzione di Presidio Alternativo Equivalente del Comitato Parti Correlate

Torino, li 28 novembre 2016

OGGETTO: PARERE DELL'ESPERTO INDIPENDENTE IN ORDINE ALLE OPERAZIONI CON PARTI CORRELATE AVENTI AD OGGETTO IL TRASFERIMENTO A IRETI S.P.A. DI RAMO D'AZIENDA AFFERENTE VARIE CONCESSIONI PER LA GESTIONE DEL CICLO IDRICO INTEGRATO (PARERE DI CONGRUITÀ FINANZIARIA)

Con incarico conferito in data 15 novembre 2016 da Acque Potabili S.p.A. è stato richiesto allo scrivente, in qualità di esperto indipendente a supporto del Collegio Sindacale di SAP in funzione di Presidio alternativo equivalente del Comitato per la valutazione delle Operazioni con le parti Correlate (di seguito anche il Comitato), un parere in merito alla congruità finanziaria del prezzo di cessione a IRETI S.p.A. di un ramo d'azienda relativo a n. 31 gestioni in concessione del ciclo idrico integrato di Comuni ubicati nelle province di Alessandria, Asti, Cuneo, Mantova, Novara, Vercelli, Brescia, Milano, Pavia, Piacenza, Verona e della Regione Autonoma della Valle d'Aosta (**"Ramo d'Azienda"**), in quanto **operazione di maggiore rilevanza con parti correlate**[1].

In esecuzione dell'incarico conferito, essendo stato richiesto di esprimere il proprio parere in

[1] La nozione di operazioni con parti correlate di maggiore rilevanza è contenuta nel § 3.1 della Procedura per la gestione delle operazioni con parti correlate, ed. 2 del 16.2.2015 pubblicata sul sito internet della Società e fa, tra l'altro riferimento, agli indici di rilevanza del controvalore, dell'attivo e delle passività

TORINO 10121, CORSO RE UMBERTO, 8 – TEL. +39 011 562.54.00 (4 linee - r.a.) – FAX +39 011 562.04.89

MILANO 20121, FORO BONAPARTE, 20 – TEL +39 02 720.94.822

E-mail: segreteria@studiogmr.it
Codice Fiscale / Partita IVA 06811570016

ordine alle suddette operazioni, avuto particolare riguardo ai seguenti profili:

- indicazione delle motivazioni economiche e della convenienza per la società delle operazioni;
- modalità di determinazione del corrispettivo delle operazioni e valutazioni circa la congruità di questi rispetto ai valori di mercato di operazioni similari,

espone quanto in appresso.

1. Svolgimento dell'incarico e documentazione esaminata.

Il sottoscritto esperto indipendente, anche avvalendosi di un *team* di collaboratori, ha svolto il proprio incarico acquisendo notizie e scambiando informazioni con il *management* e con esponenti del Comitato per le operazioni con parti correlate (Presidio alternativo equivalente costituito dal Collegio Sindacale di SAP) ed esaminando la seguente documentazione:

- bilancio di esercizio e consolidato al 31 dicembre 2015 di SAP;
- Documento di identificazione del Perimetro Acque Potabili Residua - Memo determinazione del Ramo d'Azienda del 3.10.2016;
- Ramo Azienda Acque Potabili - Piano economico e finanziario 2017-2021.
- Informazioni pubbliche relative alla Società compresi ultimi tre bilanci individuali e consolidati;
- Ulteriori informazioni pubbliche e di mercato rilevanti per l'espressione del presente parere;
- la Procedura per la gestione delle operazioni con parti correlate, seconda edizione, approvata dal Consiglio di Amministrazione di SAP in data 16 febbraio 2015.

Nei suddetti documenti è presente una descrizione dell'operazione di trasferimento del Ramo d'Azienda, lo stato patrimoniale al 30.06.2016 della Società nel suo complesso e del Ramo d'Azienda, nonché le proiezioni economiche, patrimoniali e finanziarie per il periodo di tempo 2016-2021. Le proiezioni considerano gli effetti positivi, per il Ramo d'Azienda, dell'ipotizzata operazione di incentivo all'esodo con riferimento a n. 6 risorse dal 01.01.2017.

Sono altresì considerati gli effetti delle progressive cessazioni delle concessioni in essere. E' importante precisare che l'arco temporale coperto delle proiezioni è più breve (2021) di quello di scadenza di tutte le concessioni (2024).

Infine, si segnala che sono state consultate varie banche dati pubbliche al fine di acquisire informazioni sul valore corrente di alcune variabili finanziarie utili all'espressione del giudizio valutativo.

2. Descrizione dell'operazione e modalità di determinazione dei corrispettivi.

Costituisce oggetto della presente *fairness opinion* la valutazione della congruità economica del prezzo ipotizzato per la cessione del Ramo d'Azienda stabilito in Euro 8,095 milioni ("**Corrispettivo**"), fatte salve le possibile rettifiche oltre meglio precisate. Per Acque Potabili S.p.A. la cessione del Ramo d'Azienda si pone in continuità con la politica di dismissioni avviata nel 2015, che ha condotto anche al *delisting* dal mercato telematico azionario di Borsa Italiana.

Il Ramo d'Azienda, come segnalato, si compone di tutti i beni materiali e immateriali, ivi compresi i beni detenuti in regime di concessione, dei complessi aziendali dedicati alla gestione del ciclo idrico integrato di n. 31 Comuni e ad alcune attività accessorie. Sono parte del Ramo d'Azienda anche gli ordinari contratti di impresa e il personale diretto e indiretto ad esso dedicati. In proposito, Acque Potabili S.p.A. ha comunicato l'esistenza di un piano di incentivi all'esodo i cui costi permarranno a carico della Società.

Le concessioni del Ramo d'Azienda hanno scadenze comprese nell'arco temporale 2016-2024.

Il Corrispettivo è stato determinato sulla base di un criterio patrimoniale "semplice", ovvero effettuando la somma algebrica degli elementi attivi e passivi del Ramo d'Azienda come indicati in uno specifico bilancio di "*carve-out*" al 30.06.2016 redatto con riferimento ai principi contabili internazionali IAS / IFRS. Il Corrispettivo sarà rettificato in funzione delle modifiche patrimoniali che interesseranno il Ramo d'Azienda tra il 30.06.2016 e la data di effettivo trasferimento.

Il bilancio di *carve-out* è stato redatto in base al criterio dell'afferenza, imputando al Ramo d'Azienda tutti gli elementi patrimoniali di pertinenza operativa dello stesso, sia per quanto riguarda le immobilizzazioni, che le poste del capitale circolante netto e quelle di natura finanziaria. La Società ha precisato che la voce Rimanenze, pari ad Euro 451 mila al 30.06.2016 ed integralmente imputata al Ramo d'Azienda, dovrà essere oggetto di successiva miglior verifica. Per quanto riguarda il Trattamento di Fine Rapporto (TFR), valorizzato con

metodo attuariale, è inoltre precisato che dovrà essere convertito nel valore nominale di legge.

La Società ha individuato e valorizzato gli elementi che compongono il compendio aziendale oggetto di trasferimento sulla base dei dati del bilancio al 30 giugno 2016 (**data di riferimento**), ricorrendo, ove non diversamente specificato, ai seguenti criteri di allocazione e valorizzazione:

- Immobilizzazioni materiali e immateriali ed altre componenti patrimoniali regolate (ivi incluse le immobilizzazioni in corso): allocate secondo il criterio dell'afferenza;
- Immobili: allocati secondo il criterio dell'afferenza e valutati sulla base del valore rivalutato utilizzato nel bilancio consolidato di SAP redatto secondo i principi IAS-IFRS, in linea con i valori di mercato;
- Capitale Circolante Netto (crediti verso utenti, magazzino, debiti vs comuni o enti gestori, debiti verso utenti per anticipi, debiti verso fornitori, etc.): allocato secondo il criterio dell'afferenza al ramo d'azienda, sulla base dei valori di bilancio.

E' altresì precisato dalla Società che i beni materiali in concessione, iscritti tra le immobilizzazioni immateriali, sono interessati da una incertezza valutativa conseguente ad alcune indicazioni provenienti dalla Autorità per l'Energia Elettrica il Gas e il Servizio Idrico (AEEGSI). La Società ritiene che il valore netto contabile dei beni, anche in considerazione della predetta incertezza valutativa di origine regolamentare, rappresenti una adeguata stima del valore effettivo dei beni.

3. Indicazione delle motivazioni economiche e della convenienza dell'operazione.

L'Operazione di trasferimento del Ramo d'Azienda persegue lo scopo di consentire la riorganizzazione delle attività sino ad oggi gestite da Acque Potabili tramite l'integrazione con le attività gestite dal proprio socio di riferimento IRETI e si colloca in continuità con il percorso che ha portato al delisting della Società dal mercato Telematico Azionario gestito da Borsa Italiana S.p.A. ed al trasferimento in data 1 luglio 2015 dei rami d'azienda cc.dd. "Ligure" e "ATO3 Torinese", rispettivamente in favore di IRETI e SMAT di cui si è data relativa comunicazione al mercato. Infatti, la Società ha esaurito la propria capacità di creare valore industriale a cagione delle recenti evoluzioni del contesto normativo di riferimento

(anche alla luce degli esiti del Referendum svoltosi il 12 e 13 giugno 2011) e della sentenza della Corte Costituzionale del 20 luglio 2012, n. 199, che hanno eliminato, tra l'altro, le norme che disciplinavano le modalità di affidamento dei servizi pubblici locali e, in particolare, il regime transitorio degli affidamenti in essere non conformi ai principi comunitari in materia di concorrenza, incluso il meccanismo di scadenze anticipate ivi previsto. A seguito della sentenza della Corte Costituzionale n. 199/2012, il legislatore, al fine di colmare il vuoto normativo creato dalla sentenza sopra citata, è nuovamente intervenuto sulla regolamentazione dei servizi pubblici locali con l'art. 34, commi da 20 a 27, del D.L. 18 ottobre 2012, n. 179, convertito nella legge 17 dicembre 2012, n. 221, il quale attualmente contiene la disciplina generale del settore.

Con particolare riferimento al settore idrico, inoltre, le deliberazioni dell'AEEGSI adottate a partire dal 2012 tendono a privilegiare un modello di business fondato sull'attribuzione al gestore del servizio idrico integrato di un forte ruolo all'interno dell'Ambito Territoriale di riferimento al fine, tra l'altro, di: (i) consentire economie di scala e di differenziazione idonee a massimizzare l'efficienza del servizio; e (ii) ridurre la forte frammentazione delle gestioni sul territorio nazionale, la quale, insieme alla carenza di infrastrutture, costituisce una delle principali criticità del sistema idrico nazionale.

Da ultimo la recente disposizione dell'AEEGSI 655/2015 in materia di qualità contrattuale del servizio idrico integrato ha introdotto la necessità di un miglioramento della qualità del servizio che risulta onerosa laddove, come nel caso di Acque Potabili, le concessioni risultino gestite in modo frammentato.

Sulla linea dell'unicità della gestione si è inoltre recentemente posto anche il legislatore nazionale con il D.L. n. 133/2014 (c.d. "Sblocca Italia"), convertito con Legge n. 164/2014, che ha modificato il D.Lgs. 152/2006.

Attraverso la cessione del Ramo d'Azienda, pertanto, la Società intende completare (i) da un lato il processo di razionalizzazione e riorganizzazione avviato nell'esercizio 2015 con la cessione dei cc.dd. rami "Ligure" e "ATO3 Torinese", rispettivamente a IRETI e a SMAT e, (ii) dall'altro lato, la valorizzazione del proprio portafoglio di concessioni residue (Adria e

Colli Berici), anche attraverso una fase di dismissioni, che nell'attuale contesto normativo risultano esposte ad un maggior rischio di mercato.

4. Presupposti del giudizio di congruità.

Presupposti della presente valutazione sono:

- la veridicità, affidabilità ed accuratezza della documentazione esaminata ed indicata al paragrafo precedente che lo scrivente ha assunto senza compiere verifiche o accertamenti specifici;
- è stata oggetto di disamina la sola documentazione indicata e in particolare lo scrivente non ha avuto a disposizione alcun parere specifico sui dati contabili, su quelli previsionali, sulle vicende giuridiche, contabili, ambientali, concessorie, informatiche o fiscali che possono avere interessato la Società e il Ramo d'Azienda;
- le proiezioni economico-finanziare sono state assunte dallo scrivente quali affidabili e ritenute redatte con ragionevolezza dal *management* della Società sulla base delle migliori stime ed opinioni ad oggi disponibili;
- lo scrivente assume che nessuna informazione rilevante ai fini del presente parere sia stata ad egli omessa dagli Amministratori della Società;
- i documenti societari indicati nel paragrafo precedente si assumono definitivi e confermati dalla Società.

Allo scrivente non potrà essere imputata alcuna responsabilità in merito alla veridicità, completezza ed accuratezza delle informazioni utilizzate. In ogni caso, lo scrivente non ha svolto alcuna valutazione comparativa tra l'operazione prospettata ed altre operazioni alternative astrattamente praticabili.

5. Metodologia adottata.

Al fine dell'esecuzione dell'incarico lo scrivente ha primariamente considerato che il criterio di valutazione adottato dalla Società equivale, come già segnalato, ad un metodo patrimoniale "semplice" in quanto fondato sui valori contabili degli elementi di attivo e passivo del Ramo d'Azienda. Questo metodo fornisce una stima attendibile del valore effettivo del capitale economico di un'impresa in continuità qualora siano presenti le seguenti condizioni:

- il valore contabile delle attività e passività approssima correttamente il valore effettivo di liquidazione e estinzione degli stessi;
- non sono presenti beni intangibili autogenerati, o comunque non espressi nelle situazioni patrimoniali dell'impresa, aventi un significativo valore di mercato;
- non è presente un avviamento "economico", in quanto il compendio aziendale non è in grado di esprimere una redditività prospettica superiore al rendimento medio-normale di investimenti alternativi.

In proposito è possibile precisare quanto segue.

Ferma restando l'incertezza valutativa in precedenza segnalata con riferimento ai beni in concessione, è ragionevole ritenere che il valore contabile approssimi correttamente il valore di mercato degli elementi di attivo che compongono il Ramo d'Azienda. Oltre alla suddetta categoria di beni sono infatti presenti solo crediti commerciali e, in via residuale, alcuni crediti di natura finanziaria. Il valore delle Rimanenze ha un'incidenza minima sul valore complessivo del Ramo d'Azienda. Analogo discorso può essere fatto per le passività.

La presenza di beni intangibili autogenerati o comunque non espressi nelle situazioni patrimoniali dell'impresa sembrerebbe da escludere sia in ragione della natura dei complessi aziendali componenti il Ramo d'Azienda, sia della limitata vita residua delle singole concessioni.

Una valutazione più articolata e complessa deve invece essere svolta con riferimento all'avviamento, alla quale è pertanto dedicato il paragrafo successivo.

6. La verifica della presenza di un valore di avviamento nel Ramo d'Azienda.

Per quanto precisato nel precedente paragrafo, il Corrispettivo determinato con metodo patrimoniale "semplice" può essere considerato congruo nella misura in cui al Ramo d'Azienda non possa essere ricondotto un avviamento di significativo valore economico.

Come noto, l'avviamento è ordinariamente oggetto di stima mediante la capitalizzazione dei cosiddetti "sovra-redditi" (o "sotto-redditi") che si ritiene l'impresa possa generare in futuro. Il "sovra-reddito" corrisponde all'eccedenza del rendimento dell'impresa rispetto al costo-opportunità del capitale dell'investimento nella stessa, calcolato avendo riguardo al rendimento medio-normale di investimenti alternativi.

Il concetto di avviamento (economico o finanziario) come sopra identificato differisce pertanto da quello del cosiddetto avviamento "operativo", ravvisabile in tutte quelle situazioni nelle quali l'impresa è in ordinario funzionamento.

Al fine di accertare se il Ramo d'Azienda sia suscettibile di incorporare un avviamento economicamente rilevante, si è preliminarmente proceduto a calcolarne il rendimento prospettico, riconducibile alla classica formula del *Return on Equity.* Per la stima di quest'ultimo indicatore si rende necessario disporre della quantificazione di due variabili, ovvero l'Utile netto e il Patrimonio Netto.

L'Utile netto prospettico è stimato nel Piano economico e finanziario del Ramo d'Azienda elaborato dalla Società in Euro 0,5 milioni annui per tutto il periodo 2017-2021, nonostante una progressiva contrazione del fatturato. Il Patrimonio netto (contabile) del Ramo d'Azienda al 30.06.2016 è pari ad Euro 8,095 milioni; importo coincidente, come già segnalato, con il Corrispettivo.

Il *Return on Equity* prospettico del Ramo d'Azienda, ipotizzando un Patrimonio netto costante per effetto della distribuzione dell'Utile netto, è pertanto pari a:

R.o.E % = 0,5 / 8,095 x 100 = 6,17%

Ne consegue che solo se il costo-opportunità del capitale di rischio di investimenti alternativi fosse inferiore al 6,17% al Ramo d'Azienda sarebbe riconducibile un avviamento economico.

Il sottoscritto ha stimato il costo-opportunità del capitale di rischio per il Ramo d'Azienda nei termini seguenti:

Costo opportunità del capitale	**6,0%**
Risk free	*0,979%*
Premio per il rischio di mercato	*5,6%*
Beta Levered	*0,90*

Il valore individuato è sostanzialmente coincidente con quello del R.0.E. prospettico del Ramo d'Azienda al quale non sarebbe pertanto imputabile alcun avviamento.

Il *tasso risk free* è stato assunto in misura corrispondente al Rendistato del mese di ottobre 2016 per i titoli con vita residua compresa tra i 6 e gli 8 anni, durata indicativamente corrispondente

a quella delle concessioni più longeve del Ramo d'Azienda.

Il premio al rischio di mercato corrisponde al valore medio delle rilevazioni effettuate per il mercato italiano da P. Fernandez, Pablo Linarez, Isabel Fernandez Acìn in *Market Risk Premium used in 88 countries in 2014: a survey with 8,228 answers,* IESE Business School, 20 giugno 2014.

Per il coefficiente Beta si è fatto riferimento alla banca dati disponibile *on line* del prof. Aswath Damodarn. In particolare è stato rilevato il Beta Levered del settore europeo *Utilities (Water)*, rappresentato da n. 13 imprese. La medesima variabile, riferita al settore *Utilities* (*General*) è pari a 1,13.

Il costo del capitale così determinato, non includente alcun premio per lo *Small Size Risk*, assume un valore sostanzialmente corrispondente al *Return on Equity* atteso del Ramo d'Azienda.

Il sottoscritto ha altresì verificato il R.o.E. di società quotate operanti nel settore delle *utilities*, riscontrando i seguenti valori attesi per il 2016: 6,0% per IREN (fonte: *equity research* Kepler, 11.09.2016); 7,6% per HERA (fonte: *equity research* Citigroup, 06.04.2016); 9,7% per A2A (fonte: *equity research* Kepler, 2.03.2016).

Anche in questa specifica ottica comparativa non sembrerebbe pertanto imputabile un avviamento economico al Ramo d'Azienda.

7. La disponibilità di metodi alternativi.

Il sottoscritto ha anche verificato la disponibilità di metodi alternativi a quello sopra rappresentato per verificare la congruità del Corrispettivo. In proposito si osserva che i metodi tradizionali risultano, nel caso di specie, non utilizzabili in quanto:

i. il limitato orizzonte delle concessioni del Ramo d'Azienda (2016 - 2024) non consente di individuare delle entità comparabili il cui valore sia pubblicamente disponibile (metodo dei Multipli);

ii. il Piano economico-finanziario elaborato dalla Società ha una durata inferiore a quello del complesso delle concessioni disponibili e non risulta agevole individuare un valore terminale del Ramo d'Azienda nel 2021 (metodo *Discounted Cash Flow*).

Il sottoscritto ha rilevato che la negatività della somma dei flussi di cassa "operativi" del

rendiconto finanziario 2017-2021, per circa Euro -2,6 milioni (dovuta anche alla normalizzazione del capitale circolante allocato al Ramo d'Azienda), è controbilanciata dal premio RAB regolatoria rispetto al Valore Netto Contabile che, al 31/12/2015, era pari al 14%, pari a 3,4 milioni di euro, dovuto essenzialmente all'adeguamento a moneta corrente, tramite l'applicazione del deflatore degli investimenti fissi lordi calcolato da Istat e pubblicato da AEEGSI, degli investimenti netti realizzati dal gestore. Infatti attualizzando i flussi di cassa "operativi" del rendiconto finanziario 2017-2021 e attualizzando il valore di subentro incrementato del cennato premio al 31/12/2021 (considerato che le concessioni in essere dopo il 31/12/2021 sono limitate), si perviene ad un valore attuale dei flussi finanziari di 13,6 milioni di euro corrispondente all'*Enterprise Value* al lordo della Posizione Finanziaria Netta negativa di 5,6 milioni di euro.

Sicché adottando tale metodo alternativo, si perviene ad un valore di 8 milioni sostanzialmente in linea con il valore contabile netto di 8,1 milioni di euro.

8. Limitazioni.

Il presente parere è reso in base alle informazioni e ai documenti messi a disposizione dello scrivente dal *management* della Società e dagli esponenti del Comitato per le operazioni con parti correlate, con particolare ma non esclusivo riferimento alla individuazione degli elementi rientranti nei perimetri dei rami aziendali oggetto di trasferimento e all'indicazione del valore agli stessi attribuito sulla base delle risultanze contabili della Società.

Lo scrivente non ha, in alcun caso, eseguito procedure di verifica circa l'accuratezza, affidabilità e completezza delle informazioni ricevute, che sono state, tuttavia, valutate in termini di coerenza logica ai fini dell'espressione dei giudizi riportati nel presente parere.

9. Conclusioni.

Il sottoscritto esperto indipendente,

avuto riguardo alla disamina svolta in ordine a (i) le motivazioni economiche e le valutazioni di convenienza per la società della prospettata operazione nonché a (ii) le modalità di determinazione dei corrispettivi previsti per i trasferimenti dei compendi aziendali,

in base all'approccio metodologico al quale si è ispirato nell'espletamento del presente incarico ed alle osservazioni sopra svolte,

ritiene

di poter confermare la congruità economica del prezzo previsto per il trasferimento del ramo aziendale di cui al presente parere, ed in particolare il Corrispettivo di Euro 8,095 milioni indicato dalla Società per la cessione del Ramo d'Azienda.

In fede.

Riccardo Ranalli