

PROGETTO DI FUSIONE PER INCORPORAZIONE
di A2A Idro4 S.r.l., ACEL Service S.r.l., AEVV Energie S.r.l., ASPEM S.p.A., Azienda
Energetica Valtellina Valchiavenna S.p.A. e Lario Reti Gas S.r.l.

e

PROGETTO DI SCISSIONE PARZIALE
di A2A Energia S.p.A.

tutte in ACSM-AGAM S.p.A.

RELAZIONE DELLA SOCIETÀ DI REVISIONE
sul Rapporto di Cambio delle azioni
ai sensi dell'art. 2501 *sexies* e 2506 *ter* del Codice Civile



Building a better
working world

EY S.p.A.
Via Melavigne, 12
20123 Milano

Tel: +39 02 722121
Fax: +39 02 722122037
ey.com

RELAZIONE DELLA SOCIETÀ DI REVISIONE sul Rapporto di Cambio delle azioni ai sensi dell'art. 2501 sexies e 2506 ter del Codice Civile

Agli Azionisti di
ACSM-AGAM S.p.A.
ASPEM S.p.A.
Azienda Energetica Valtellina Valchiavenna S.p.A.
A2A Energia S.p.A.

ed ai Soci di
A2A Idro4 S.r.l.
ACEL Service S.r.l.
AEVV Energie S.r.l.
Lario Reti Gas S.r.l.

1. Motivo, oggetto e natura dell'incarico

Nel quadro della prospettata operazione di aggregazione aziendale che prevede la fusione per incorporazione di A2A Idro4 S.r.l. ("A2A Idro4"), ACEL Service S.r.l. ("ACEL Service"), AEVV Energie S.r.l. ("AEVV Energie"), ASPEM S.p.A. ("ASPEM"), Azienda Energetica Valtellina Valchiavenna S.p.A. ("AEVV"), Lario Reti Gas S.r.l. ("LRG", e congiuntamente ad A2A Idro4, ACEL Service, AEVV Energie, ASPEM e AEVV le "Società Incorporande") in ACSM-AGAM S.p.A. ("ACSM-AGAM" o la "Società Incorporante" e, insieme alle Società Incorporande, le "Società Partecipanti alla Fusione") (nel seguito la "Fusione") e la scissione parziale di A2A Energia S.p.A. ("A2A Energia" o la "Società Scissa" e congiuntamente alle Società Partecipanti alla Fusione, le "Società" o le "Società Partecipanti all'Operazione") in ACSM-AGAM (nel seguito la "Scissione", e congiuntamente alla Fusione, l'"Operazione"), in data 28 dicembre 2017 siamo stati nominati dal Tribunale di Monza, su istanza congiunta di ACSM-AGAM, A2A Energia, A2A Idro4, ACEL Service, ASPEM, AEVV, AEVV Energie e LRG, quale esperto comune per la redazione della relazione (la "Relazione") sulla congruità del rapporto di cambio delle azioni della Società Incorporante con il capitale sociale delle Società Partecipanti all'Operazione (il "Rapporto di Cambio"), ai sensi degli art. 2501 sexies e 2506 ter del Codice Civile.

A tal fine abbiamo ricevuto da ACSM-AGAM, A2A Idro4, ACEL Service, ASPEM, AEVV, AEVV Energie e LRG il progetto di fusione per incorporazione di A2A Idro4, ACEL Service, ASPEM, AEVV, AEVV Energie e LRG in ACSM-AGAM (il "Progetto di Fusione") approvato dal Consiglio di Amministrazione di ACEL Service in data 22 gennaio 2018 e dai Consigli di Amministrazione delle altre Società Partecipanti all'Operazione in data 23 gennaio 2018, ed il progetto di scissione parziale di A2A Energia in ACSM-AGAM (il "Progetto di Scissione") approvato dai rispettivi Consigli di Amministrazione in data 23 gennaio 2018, corredati da apposita relazione degli Amministratori (la "Relazione degli Amministratori") che indica, illustra e giustifica, ai sensi dell'art. 2501 *quinquies* del Codice Civile, il Rapporto di Cambio.

Il Progetto di Fusione sarà sottoposto all'approvazione delle Assemblee Straordinarie degli Azionisti di ACSM-AGAM, ASPEM e AEVV e all'approvazione delle Assemblee Straordinarie dei Soci di A2A Idro4, ACEL Service, AEVV Energie e LRG.

EY S.p.A.
Sede Legale: Via Po, 32 - 00198 Roma
Capitale Sociale deliberato Euro 3.250.000.000, sottoscritto e versato Euro 3.100.000.000 ivi.
Iscritta all'A.R. del Registro delle Imprese presso la C.C.I.A.A. di Roma
Codice fiscale e numero di iscrizione: 00434000584 - numero R.E.A. 250964
P.IVA 00891231001
Iscritta al Registro Revisori Legali al n. 70945 Pubblicato sulla G.U. Suppl. 13 - IV Serie Speciale del 17/2/1998
Iscritta all'Albo Speciale delle società di revisione
Censob al progressivo n. 2 delibera n. 13691 del 16/7/1997

A member firm of Ernst & Young Group Limited

Il Progetto di Scissione sarà sottoposto all'approvazione delle Assemblee Straordinarie degli Azionisti di ACSM-AGAM e A2A Energia.

Al fine di fornire agli Azionisti e ai Soci idonee informazioni sul Rapporto di Cambio, la presente Relazione indica i metodi seguiti dagli Amministratori delle Società Partecipanti all'Operazione 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 Società Partecipanti all'Operazione a ciascuno di essi nonché sulla loro corretta applicazione.

Nell'esaminare i metodi di valutazione adottati dagli Amministratori delle Società Partecipanti all'Operazione, anche sulla base delle indicazioni dei loro consulenti, non abbiamo effettuato una valutazione economica delle Società Partecipanti all'Operazione. Tali valutazioni sono state svolte dai Consigli di Amministrazione di ACSM-AGAM, A2A Energia, A2A Idro4, ACEL Service, ASPEM, AEVV, AEVV Energie e LRG e dai consulenti da essi incaricati.

I Consigli di Amministrazione delle Società Partecipanti all'Operazione si sono avvalsi, tenendone conto ai fini delle proprie autonome valutazioni e determinazioni, anche della consulenza e della collaborazione di un *Advisor* congiunto PriceWaterhouseCoopers S.p.A. ("PwC") e di *Advisor* finanziari.

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 Società Partecipanti all'Operazione 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, una valutazione di natura legale circa le modalità e le tempistiche dell'Operazione, né sulle motivazioni della stessa espresse nelle Relazioni degli Amministratori.

2. Sintesi dell'operazione

ACSM-AGAM, le Società Incorporande e A2A Energia sono società, direttamente o indirettamente, partecipate o controllate da enti locali, che svolgono la propria attività – anche attraverso società partecipate – nel settore delle *utilities* e segnatamente nei settori dell'energia, dell'ambiente, del ciclo idrico, fornendo servizi pubblici locali, prevalentemente nella Lombardia settentrionale (province di Como, Lecco, Monza, Sondrio e Varese).

In data 1 aprile 2017, tenuto conto dell'evoluzione del contesto regolamentare e dell'assetto industriale nel settore delle *utilities*, ACSM-AGAM, ASPEM, AEVV (anche in qualità di detentrici della partecipazione di maggioranza di AEVV Energie), Lario Reti Holding S.p.A. ("LRH") (in qualità di soggetto controllante di LRG e ACEL Service nonché socio di AEVV Energie), e A2A (in qualità di controllante di ASPEM e detentrici di una partecipazione nel capitale sociale di ACSM-AGAM pari al 23,94% e nel capitale sociale di AEVV pari al 9,394%) (congiuntamente, le "Parti"), hanno sottoscritto una lettera d'intenti non vincolante al fine di valutare l'opportunità di adottare una "soluzione industriale" in grado di escludere il rischio di una progressiva perdita del presidio territoriale nel medio-lungo termine, conservando conseguentemente la presenza degli enti locali nella gestione delle *utilities* verso la collettività e la salvaguardia dei livelli occupazionali.

Le Parti, radicate nei rispettivi territori, hanno manifestato l'intenzione di intraprendere una partnership industriale e societaria nonché avviare un progetto comune di sviluppo, avente come

obiettivo principale la condivisione di linee strategiche di crescita e l'attivazione di sinergie commerciali, industriali ed operative, tramite un'aggregazione industriale e societaria (il "Progetto di Aggregazione").

In data 22 e 23 gennaio 2018, i Consigli di Amministrazione di ACSM-AGAM, A2A Idro4, ASPEM, ACEL Service, AEVV, AEVV Energie e LRG hanno approvato il Progetto di Fusione relativo alla fusione per incorporazione delle Società Incorporande in ACSM-AGAM ai sensi dell'art. 2501-ter del Codice Civile.

In data 23 gennaio 2018, i Consigli di Amministrazione di ACSM-AGAM e A2A Energia hanno approvato il Progetto di Scissione relativo alla scissione del ramo d'azienda afferente alle circa 30.000 utenze gas attive nell'area urbana del comune di Varese, ai sensi dell'art. 2506-bis del Codice Civile.

Il Progetto di Aggregazione sarà realizzato attraverso le seguenti operazioni:

- (i) il conferimento da parte di A2A, socio unico di A2A Idro4, nella stessa A2A Idro4 del ramo d'azienda costituito da n. 4 centrali idroelettriche in proprietà di A2A, insieme ai rapporti, attività e passività ad esse relativi (gli "Asset Idroelettrici");
- (ii) la Fusione;
- (iii) la Scissione;
- (iv) la costituzione di veicoli ("NewCo") in cui ACSM-AGAM conferirà i rami di business ricevuti dalle società fuse ed alcuni rami già detenuti dalla stessa ACSM-AGAM;
- (v) il conferimento in natura dei rami di azienda da parte di ACSM-AGAM nelle NewCo o in società preesistenti controllate da ACSM-AGAM o in società ricevute dalla stessa ACSM-AGAM per effetto della Fusione.

La realtà risultante all'esito del Progetto di Aggregazione costituirà un operatore quotato, con la presenza, quale azionista, di un partner industriale di rilevanza nazionale e a partecipazione pubblica quale A2A.

ACSM-AGAM è una società attiva principalmente nelle province di Como e di Monza-Brianza e nelle province di Venezia ed Udine tramite società del proprio gruppo, ed opera nel settore dei servizi pubblici integrati ed in particolare nei seguenti settori:

- nel settore della distribuzione gas con circa 180.000 punti di riconsegna ("PdR") gestiti di cui 140.000 in Lombardia;
- nel servizio idrico con circa 16.000 clienti serviti;
- nel settore della vendita di energia elettrica con circa 16.000 clienti e di gas con circa 160.000 clienti;
- nel settore della cogenerazione, del teleriscaldamento e della gestione calore con 430 clienti serviti dalla rete di teleriscaldamento;
- nel settore dello smaltimento tramite termovalorizzazione con oltre 80.000 tonnellate di rifiuti urbani smaltiti all'anno.

ACSM-AGAM è una società a partecipazione pubblica e privata, le cui azioni sono negoziate nel Mercato Telematico Azionario (di seguito "MTA") organizzato e gestito da Borsa Italiana S.p.A. (di seguito "Borsa Italiana").

A2A Idro4 S.r.l. è una società attualmente inattiva, costituita in data 6 dicembre 2017 ai fini del Progetto di Aggregazione ed interamente controllata da A2A, società quest'ultima quotata in un mercato regolamentato e a partecipazione pubblica e privata. A2A conferirà in A2A Idro4, con decorrenza dalla data di efficacia della Fusione, il ramo d'azienda costituito da n. 4 centrali idroelettriche in proprietà di A2A, localizzate nei Comuni di Gravedona ed Uniti (CO), Corrido (CO), Cremia (CO) e Claino con Osteno (CO), insieme ai rapporti, attività e passività ad esse relativi (gli "Asset Idroelettrici").

ACEL Service è una società attiva nella province di Lecco e Como, controllata da LRH, società quest'ultima a capitale interamente pubblico. La società opera nei settori della vendita di gas naturale (metano) per usi civili e industriali, della vendita dell'energia elettrica anche mediante produzione da impianti fotovoltaici e della gestione di calore. Attualmente la società gestisce oltre 75.000 clienti gas e 7.000 clienti energia elettrica.

AEVV è una società emittente strumenti finanziari diffusi tra il pubblico in misura rilevante, ai sensi dell'art. 2-bis del Regolamento Emittenti, a partecipazione pubblica e privata, attiva nella provincia di Sondrio. AEVV è stata costituita il 1° gennaio 2011 a seguito di scissione parziale non proporzionale di tutti i rami d'azienda di Azienda Sondriese Multiservizi S.p.A.. La società opera nei seguenti settori:

- distribuzione gas con circa 9.500 PdR serviti;
- gestione calore e altri servizi energetici;
- distribuzione energia elettrica su 4 Comuni;
- gestione farmacie (3 farmacie);
- illuminazione pubblica (8.000 punti luce in 4 Comuni);
- gestione parcheggi (2 parcheggi).

AEVV Energie è una società di vendita di energia elettrica e di gas metano del gruppo AEVV. AEVV Energie svolge attività di vendita dell'energia elettrica e del gas servendo circa 23.600 clienti di energia elettrica e circa 7.800 clienti gas.

ASPEM è la multi-utility attiva in Provincia di Varese, controllata da A2A, operante, direttamente e attraverso altre società del proprio gruppo. ASPEM opera, direttamente e attraverso altre società del proprio gruppo, nei seguenti settori:

- servizio idrico con circa 220.000 abitanti serviti nel Comune di Varese e in altri 33 comuni della provincia di Varese;
- servizi di igiene ambientale con circa 150.000 abitanti serviti nei Comuni di Varese e in altri 18 comuni nella provincia di Varese;
- distribuzione gas con circa 43.000 PdR attivi nel Comune di Varese e in altri 3 comuni della provincia di Varese;
- teleriscaldamento con 145 punti di riconsegna attiva sulla rete.

LRG è il principale operatore nell'erogazione di servizi di distribuzione di gas della provincia di Lecco. La società è controllata al 100% da LRH dal 2012 a seguito dell'acquisto della partecipazione di minoranza detenuta dalla società Ausm S.p.A. ("AUSM").

LRG opera prevalentemente nel settore della distribuzione del gas naturale con circa 180 milioni di m3 di gas naturale distribuiti sul territorio e con oltre 70.000 PdR in gestione.

A2A Energia è una società interamente controllata da A2A, attiva nel territorio nazionale e, in particolare, nelle province di Brescia, Milano, Cremona, Lodi e Mantova e operante nel settore dell'energia elettrica e di altri vettori energetici. A2A Energia opera nel settore della vendita di energia elettrica e gas a grandi clienti industriali, PMI, condomini e clienti domestici, con in gestione

circa 1,3 milioni di clienti gas e 1 milione di clienti energia elettrica. Il ramo oggetto di Scissione include ca. 30.000 utenze gas attive nell'area urbana del comune di Varese.

Il progetto di fusione e il progetto di scissione sono stati redatti sulla base delle situazioni patrimoniali delle Società Partecipanti all'Operazione riferite al 30 settembre 2017. Con riferimento ad A2A Idro4, si precisa che la società è stata costituita nel mese di dicembre 2017 e riceverà gli Asset Idroelettrici da A2A tramite conferimento con effetto a decorrere dalla data di efficacia della Fusione. Pertanto, relativamente ad A2A Idro4 sono state utilizzate una situazione patrimoniale pro-forma al 30 settembre 2017 degli Asset Idroelettrici ad oggi in titolarità di A2A ed una situazione patrimoniale al 31 dicembre 2017 di A2A Idro4, non inclusiva di tali Asset Idroelettrici.

Sulla base del Rapporto di Cambio illustrato qui di seguito, l'Assemblea Straordinaria di ACSM-AGAM che sarà chiamata ad approvare l'Operazione, delibererà, a servizio del Rapporto di Cambio, un aumento del capitale sociale, con esclusione del diritto di opzione, per un importo massimo di Euro 110.907.805 dagli attuali Euro 76.619.105 ad Euro 187.526.910, tramite emissione di n. 110.907.805 azioni da assegnarsi ai soci delle Società Incorporande sulla base del rapporto di cambio, come specificato al paragrafo 4.3 della Relazione degli Amministratori. In particolare:

- (i) ai soci di A2A Idro4 verranno assegnate n. 23.816.068 azioni della Società Incorporante;
- (ii) ai soci di ACEL Service verranno assegnate n. 21.461.514 azioni della Società Incorporante;
- (iii) ai soci di AEVV Energie verranno assegnate n. 6.148.050 azioni della Società Incorporante;
- (iv) ai soci di ASPEM verranno assegnate n. 25.889.769 azioni della Società Incorporante;
- (v) ai soci di AEVV verranno assegnate n. 10.959.071 azioni della Società Incorporante;
- (vi) ai soci di LRG verranno assegnate n. 22.633.333 della Società Incorporante.

A seguito del perfezionamento della Fusione, le azioni e le quote rappresentative del capitale sociale delle Società Incorporande verranno annullate e concambiate con azioni ordinarie di ACSM-AGAM.

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 ACSM-AGAM, 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.

La Società Beneficiaria, per effetto della Scissione, realizzerà un aumento del proprio capitale sociale di Euro 9.816.895, tramite emissione di n. 9.816.895 azioni da assegnarsi al socio unico della Società Scissa sulla base del rapporto di cambio identificato.

La Società Scissa annullerà una quota delle proprie riserve pari a Euro 1.280.150. Non sono previsti conguagli in denaro.

Pertanto, per effetto della Fusione e della Scissione, il capitale sociale di ACSM-AGAM sarà aumentato di complessivi Euro 120.724.700 dagli attuali Euro 76.619.105 a Euro 197.343.805, tramite emissione di n. 120.724.700 azioni.

Per effetto dell'Operazione, è previsto che l'azionariato di ACSM-AGAM post-aggregazione assumerà la seguente configurazione:

Azionista	Percentuale di possesso
A2A	38,91%
LRH	23,05%
Comune di Monza	10,53%
Comune di Como	9,61%
Attuale flottante ACSM-AGAM	9,40%
Comune di Sondrio	3,30%
Comune di Varese	1,29%
AUSM	0,49%
Altri Soci	3,42%
Totale	100,0%

La configurazione di cui sopra non considera l'effetto sull'azionariato derivante dall'eventuale esercizio del diritto di recesso da parte dei soci assenti o dissenzienti.

Come riportato nella Relazione degli Amministratori di ACSM-AGAM, successivamente all'eventuale approvazione delle delibere di Fusione e di Scissione da parte dell'assemblea, gli Amministratori di ACSM-AGAM intendono presentare istanza alla Commissione Nazionale per le Società e la Borsa ("Consob") per il rilascio del giudizio di equivalenza sulla Relazione degli Amministratori, debitamente integrata secondo le indicazioni della commissione, ai fini dell'ammissione a quotazione sull'MTA delle azioni emesse a servizio del rapporto di cambio della Fusione e della Scissione.

Alla luce di quanto sopra, alla data di efficacia della Fusione e della Scissione, A2A verrà a disporre di diritti di voto in misura superiore al 30% dei diritti di voto esercitabili nell'assemblea di ACSM-AGAM, ovvero in misura superiore alla soglia di offerta pubblica di acquisto ("OPA") applicabile ad ACSM-AGAM essendo quest'ultima una PMI. Pertanto gli Amministratori segnalano che, ai sensi dell'art. 106 del TUF (D.Lgs.n. 58/1998), il completamento della Fusione e della Scissione comporterebbe l'insorgere in capo ad A2A (e ai soggetti agenti di concerto con essa) dell'obbligo di promuovere un'offerta pubblica di acquisto totalitaria sulle azioni di ACSM-AGAM.

Tuttavia, ai sensi dell'articolo 49, comma 1, lett. (g) del Regolamento Emittenti, l'obbligo di OPA non sorgerebbe qualora le delibere di Fusione e Scissione fossero approvate dall'assemblea di ACSM-AGAM senza il voto contrario della maggioranza dei soci presenti in Assemblea, diversi dal socio o dai soci che detengono, anche di concerto tra loro, direttamente o indirettamente, azioni in misura superiore al 10% del capitale ordinario (ovvero, diversi da A2A, dal Comune di Monza e dal Comune di Como), cosiddetto meccanismo di *whitewash*.

L'efficacia delle delibere di Fusione e di Scissione non sarà condizionata all'esito positivo del suddetto meccanismo di *whitewash*: pertanto, qualora le delibere di Fusione e di Scissione dovessero essere approvate senza il voto favorevole della maggioranza dei soci presenti in Assemblea di ACSM-AGAM diversi da A2A, dal Comune di Monza e dal Comune di Como, le parti proseguiranno con il Progetto di Aggregazione e A2A e le parti del patto parasociale saranno solidalmente tenute a promuovere un'offerta pubblica di acquisto sulla totalità delle azioni di ACSM-AGAM.

L'efficacia della Fusione è subordinata al verificarsi delle seguenti condizioni sospensive (le "Condizioni Sospensive"), previste dall'Accordo Quadro:

- (i) l'integrale accettazione e adesione da parte del Comune di Como, del Comune di Monza, del Comune di Sondrio, e del Comune di Varese degli accordi regolanti il Progetto di Aggregazione sottoscritti da A2A, LRH, la Società Incorporante, AEVV e ASPEM;
- (ii) l'ottenimento di una decisione ai sensi della Legge 10 ottobre 1990, n. 287, da parte dell'Autorità Garante della Concorrenza e del Mercato di mancato avvio dell'istruttoria o di chiusura dell'istruttoria che autorizzi incondizionatamente la Fusione, nonché la complessiva operazione derivante dal Progetto di Aggregazione e senza imposizione di alcun onere, impegno od obbligo su alcuna delle Parti (e/o società o enti appartenenti al loro rispettivo gruppo) e/o delle società partecipanti alla Fusione, ovvero, infine, la formazione del silenzio assenso in caso di decorso del termine previsto senza apertura del procedimento istruttorio;
- (iii) il mancato verificarsi di alcun evento pregiudizievole rilevante alla data di esecuzione della Fusione e alla Scissione, secondo la definizione prevista nei relativi progetti;
- (iv) con riferimento alla Fusione, il positivo decorso del termine di 60 giorni di cui all'articolo 2503, e ove applicabile dell'articolo 2503-bis, Codice Civile senza alcuna opposizione da parte dei creditori e degli eventuali obbligazionisti esistenti delle società partecipanti alla Fusione, ovvero in caso di opposizione, ottenimento di un provvedimento favorevole all'implementazione della Fusione da parte dell'Autorità competente o positiva definizione dell'opposizione medesima;
- (v) con riferimento alla Scissione, il positivo decorso del termine di 60 giorni di cui all'articolo 2503, e 2503-bis, Codice Civile senza alcuna opposizione da parte dei creditori e degli eventuali obbligazionisti esistenti di ACSM-AGAM ed A2A Energia, ovvero in caso di opposizione, ottenimento di un provvedimento favorevole all'implementazione della Scissione da parte dell'Autorità competente o positiva definizione dell'opposizione medesima.

3. Documentazione utilizzata

Nello svolgimento del nostro lavoro abbiamo ottenuto direttamente dalle Società Partecipanti all'Operazione i documenti e le informazioni ritenute utili nella fattispecie.

Abbiamo analizzato la documentazione ricevuta, ed in particolare:

- a) il Progetto di Fusione, il Progetto di Scissione e le Relazioni degli Amministratori delle Società Partecipanti all'Operazione che verranno presentate alle rispettive Assemblee Straordinarie, che propongono, come descritto al precedente punto 2, con riferimento alla situazione patrimoniale al 30 settembre 2017, il seguente Rapporto di Cambio:
 - per A2A Idro4: il socio unico riceverà in concambio n. 2.381,61 azioni ordinarie di ACSM-AGAM per ogni quota pari a Euro 1,00 di capitale sociale di A2A Idro4;
 - per ACEL Service: ciascun socio riceverà in concambio n. 8,68 azioni ordinarie di ACSM-AGAM per ogni quota pari a Euro 1,00 di capitale sociale di ACEL Service;
 - per AEVV Energie: ciascun socio riceverà in concambio n. 6,15 azioni ordinarie di ACSM-AGAM per ogni quota pari a Euro 1,00 di capitale sociale di AEVV Energie;
 - per ASPEM: ciascun socio riceverà in concambio n. 148,98 azioni ordinarie di ACSM-AGAM per ogni azione di ASPEM;

- per AEVV: ciascun socio riceverà in concambio n. 6,64 azioni ordinarie di ACSM-AGAM per ogni azione di AEVV;
- per LRG: il socio unico riceverà in concambio n. 1,20 azioni ordinarie di ACSM-AGAM per ogni quota pari a Euro 1,00 di capitale sociale di LRG;
- n. 9.816.895 azioni ordinarie di ACSM-AGAM del valore di 1,00 Euro per l'intero patrimonio scisso afferente alle utenze gas attive nell'area urbana del comune di Varese.

Tale Rapporto di Cambio è stato determinato dagli Amministratori. Le Relazioni degli Amministratori delle Società Partecipanti all'Operazione 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 report dell'Advisor congiunto delle Società Partecipanti all'Operazione PwC relativo alle considerazioni in materia valutativa e di determinazione del Rapporto di Concambio;
- c) le *fairness opinion* degli Advisor finanziari delle Società Partecipanti all'Operazione;
- d) il bilancio d'esercizio e il bilancio consolidato al 31 dicembre 2016 di ACSM-AGAM, predisposti in conformità agli International Financial Reporting Standards adottati dall'Unione Europea ("IFRS"), corredati della rispettiva relazione degli Amministratori, del collegio sindacale e della società di revisione KPMG S.p.A.;
- e) la relazione finanziaria semestrale consolidata al 30 giugno 2017 di ACSM-AGAM predisposta in conformità agli IFRS, corredata dalla relazione della società di revisione KPMG S.p.A.;
- f) le informazioni finanziarie periodiche consolidate al 30 settembre 2017 di ACSM-AGAM;
- g) il bilancio d'esercizio di ACEL Service al 31 dicembre 2016, predisposto in conformità ai principi contabili nazionali emessi dall'Organismo Italiano di Contabilità, corredato della relazione sulla gestione, del collegio sindacale e della società di revisione Deloitte & Touche S.p.A.;
- h) il bilancio d'esercizio ed il bilancio consolidato di AEVV al 31 dicembre 2016, predisposto in conformità agli IFRS, corredato della rispettiva relazione sulla gestione, del collegio sindacale e della società di revisione Trevor S.r.l.;
- i) il bilancio di esercizio di AEVV Energie al 31 dicembre 2016, predisposto in conformità ai principi contabili nazionali emessi dall'Organismo Italiano di Contabilità, corredato della rispettiva relazione sulla gestione, del collegio sindacale e della società di revisione Trevor S.r.l.;
- j) il bilancio di esercizio di ASPEM al 31 dicembre 2016, predisposto in conformità ai principi contabili nazionali emessi dall'Organismo Italiano di Contabilità, corredato della rispettiva relazione sulla gestione, del collegio sindacale e della società di revisione EY S.p.A.;
- k) il bilancio di esercizio di LRG Service al 31 dicembre 2016, predisposto in conformità ai principi contabili nazionali emessi dall'Organismo Italiano di Contabilità, corredato della rispettiva relazione sulla gestione, del collegio sindacale e della società di revisione Deloitte & Touche S.p.A.;

- l) i report relativi alle risultanze emerse dall'attività di *financial due diligence* sulle situazione contabile intermedie delle Società Partecipanti all'Operazione al 31 marzo 2017 ed al 30 settembre 2017, effettuate dall'*Advisor* congiunto PwC;
- m) il report relativi alle risultanze emerse dall'attività di *legal due diligence* sulle società ACSM-AGAM, AEVV, ASPEM e LRG effettuate dall'*Advisor* congiunto PwC;
- n) il report relativi alle risultanze emerse dall'attività di *fiscal due diligence* sulle società ACSM-AGAM, AEVV, ASPEM, LRG e ACEL Service effettuate dall'*Advisor* congiunto PwC;
- o) il parere su operazione con parti correlate del Comitato Parti Correlate di ACSM-AGAM del 23 gennaio 2018;
- p) i *business plan* relativi alle diverse *business units* delle Società Partecipanti all'Operazione approvati dai Consigli di Amministrazione (i "Business Plan");
- q) i report di valutazione relativi alle centrali idroelettriche oggetto di conferimento da parte di A2A predisposti da un esperto indipendente datate 27 dicembre 2017;
- r) la relazione di stima delle centrali idroelettriche oggetto di conferimento da parte di A2A redatta ai sensi dell'art. 2465 del codice civile predisposta da un esperto indipendente;
- s) informazioni contabili, extracontabili e gestionali ritenute utili per il raggiungimento delle finalità dell'incarico, indicate nel precedente punto 1;
- t) gli statuti vigenti delle Società Partecipanti all'Operazione e lo statuto della Società Incorporante post-Fusione allegato al Progetto di Fusione;
- u) i verbali del Consiglio di Amministrazione delle Società Partecipanti all'Operazione che hanno analizzato ed approvato l'Operazione;
- v) l'andamento delle quotazioni di borsa ed i volumi di scambio del titolo ACSM-AGAM;
- w) le informazioni pubblicamente disponibili su società operanti nello stesso settore e ricerche e analisi finanziarie pubblicate da istituti specializzati e banche d'affari;
- x) i comunicati stampa e le informazioni sull'Operazione rese disponibili al pubblico dalle Società Partecipanti all'Operazione.

Abbiamo infine ottenuto una attestazione che, per quanto a conoscenza degli Amministratori delle Società Partecipanti all'Operazione, non sono intervenute ad oggi 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

Gli Amministratori delle Società Partecipanti all'Operazione, anche sulla base delle indicazioni del proprio *Advisor* congiunto PwC, in considerazione della rilevanza e complessità dell'Operazione, hanno ritenuto appropriato individuare una pluralità di metodi di valutazione, selezionati tra quelli ritenuti più appropriati per esprimere il valore delle entità coinvolte nell'Operazione.

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 ai soci 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 accordo a criteri omogenei, in modo che i risultati delle analisi valutative siano pienamente confrontabili.

I Consigli di Amministrazione delle Società Partecipanti all'Operazione, con il supporto dell'Advisor congiunto PwC, hanno selezionato i criteri di valutazione ritenuti più coerenti con le finalità dell'analisi, che consistono nella determinazione del Rapporto di Cambio tra le quote o azioni delle Società Incorporande, il patrimonio scisso della società A2A Energia e le azioni di ACSM-AGAM nell'ambito dell'Operazione.

La selezione dei metodi di valutazione è stata operata, come consueto nella prassi professionale, nell'intento di identificare valori significativamente raffrontabili per la determinazione del Rapporto di Cambio, avendo riguardo a tutti gli azionisti delle Società partecipanti all'Operazione.

Al fine di esprimere valori raffrontabili, per la determinazione del Rapporto di Cambio sono state quindi adottate metodologie di valutazione per le Società partecipanti all'Operazione basate su criteri omogenei. Dette valutazioni possono pertanto differire rispetto ad altre valutazioni effettuate in contesti o con finalità diverse.

Infine, si sottolinea che i valori determinati sulla base dei presupposti indicati in precedenza non riflettono il valore derivante dalle possibili sinergie future attese dall'integrazione delle Società Partecipanti all'Operazione.

4.2. Descrizione delle metodologie utilizzate dagli Amministratori delle Società Partecipanti all'Operazione

I Consigli di Amministrazione delle Società Partecipanti all'Operazione, al fine di ottenere una valutazione comparativa del valore economico delle Società Partecipanti all'Operazione, per la determinazione del Rapporto di Cambio hanno ritenuto opportuno considerare due differenti metodologie di valutazione aventi consolidate basi dottrinali ed ampiamente utilizzate nella prassi di settore:

- (a) il metodo dell'attualizzazione dei flussi di cassa (il c.d. *discounted cash flow*, "DCF" o "DCF Adjusted");
- (b) il metodo della somma delle parti ("Sum of the Parts" o "SOTP").

I Consigli di Amministrazione delle Società Partecipanti all'Operazione, considerando la maggior analiticità del metodo DCF e della SOTP, e registrando una sostanziale convergenza nella configurazione dell'azionariato, hanno ritenuto appropriato identificare un valore prossimo alla media delle risultanze derivanti dall'applicazione delle due metodologie per meglio rappresentare i valori economici e le rispettive quote o azioni delle Società Partecipanti all'Operazione.

4.2.1. Metodo dell'attualizzazione dei Flussi di Cassa ("Discounted Cash Flow" - "DCF")

Tale metodologia stima il valore del capitale economico dell'azienda sulla base dei flussi di cassa operativi previsionali, attualizzati al costo medio ponderato del capitale.

Il criterio è stato applicato considerando i *business plan* elaborati dalle società partecipanti alla Fusione e alla Scissione, ed organizzati per business gestiti. Nell'elaborazione dei *business plan* sono stati condivisi i principali assunti da parte di tutte le società partecipanti alla Fusione e Scissione attraverso tavoli di lavoro specifici per tipologia di *business*.

Il valore di *enterprise value* ("Enterprise Value" o "EV"), ovvero il valore attuale della successione di flussi di cassa operativi futuri generati dalle società, è stato calcolato dagli Amministratori attraverso un approccio *unlevered DCF* per ogni singolo *business* gestito.

In particolare, tale criterio si basa sull'ipotesi che il valore di un'azienda o di un'attività economica sia pari al valore attuale dei flussi di cassa generati in futuro. Il valore del capitale economico di un'azienda o di un'attività economica è pertanto pari alla somma (i) del valore dei flussi di cassa attesi attualizzati e (ii) di un valore terminale dell'azienda o dell'attività economica, al netto di (iii) debito finanziario netto, interessi di terzi ed eventuali ulteriori aggiustamenti.

$$W = \sum_{t=1}^N \frac{FC_t}{(1+WACC)^t} + \frac{VT}{(1+WACC)^N} - DFT_0$$

Dove:

W = valore del capitale economico

FCt = flusso di cassa annuale al momento t

VT = valore terminale

DFT0 = debito finanziario netto, interessi di terzi e altri aggiustamenti al momento t=0

N = numero di anni di proiezione

WACC = costo medio ponderato del capitale

Il valore terminale rappresenta il valore dell'azienda o dell'attività economica oggetto di valutazione al termine del periodo delle proiezioni.

Ai fini del calcolo del valore terminale sono di norma utilizzate metodologie quali la c.d. crescita perpetua, secondo la formula:

$$V = \frac{FC \times (1+g)}{(WACC - g)}$$

Dove:

V = valore terminale

FC = flusso di cassa normalizzato

g = tasso di crescita perpetua

WACC = costo medio ponderato del capitale

o altre metodologie, inclusi i moltiplicatori di grandezze economiche o finanziarie o tecniche e la stima del valore di *asset patrimoniali* (es. *regulatory asset base* "RAB" nel caso di *business* regolati, o il valore industriale residuo ("VIR) corrispondente al valore riconosciuto all'operatore uscente in caso

di business con concessioni a vita utile definita), in funzione delle peculiarità dei *business* oggetto di analisi e della prassi valutativa.

Il valore terminale ottenuto è poi trattato alla stregua di un flusso di cassa addizionale e quindi attualizzato come tutti gli altri flussi di cassa, al costo medio ponderato del capitale.

La metodologia del DCF riflette in particolare le seguenti ipotesi:

- (i) valorizzazione dell'orizzonte di piano esplicito: la valutazione fa riferimento principalmente ai flussi di cassa stimati nei *business plan* delle società per il periodo esplicito 2017-2021 attualizzati al 30 settembre 2017, ad eccezione dei *business* relativi agli *asset* regolati (distribuzione del gas, distribuzione elettrica, ciclo idrico, ed igiene urbana) per i quali sono stati considerati i flussi di cassa fino alla scadenza dell'attuale concessione o della nuova assegnazione in sede di gara d'ambito e del *business* dell'idroelettrico i cui flussi sono stati considerati sino alla scadenza della concessione;
- (ii) valore terminale (*terminal value*): per la determinazione del valore terminale si è fatto riferimento:
 - (a) per i *business* regolati, ad un valore di rimborso a scadenza per le singole concessioni secondo la normativa vigente o al valore contabile a scadenza delle poste patrimoniali;
 - (b) per il *business* della vendita, al multiplo di uscita EV/EBITDA derivante dalle stime di *consensus* degli analisti;
 - (c) per i restanti *business*, alla *perpetuity* del flusso di cassa normalizzato.

Il valore del capitale economico ("*Equity value*") è stato elaborato considerando, oltre all'*Enterprise Value*: (i) la posizione finanziaria netta e il fondo TFR alla data di riferimento, (ii) le *minorities* valutate in coerenza al *fair value* sulla base del DCF e (iii) le *associates* valutate al *book value* salvo ove diversamente indicato, (iv) le risultanze emerse dall'attività di *financial due diligence*, (v) i dividendi relativi all'esercizio 2017 da distribuire prima della Fusione.

Nell'applicazione del metodo del DCF sono stati altresì determinati i costi medi ponderati del capitale (WACC) delle società partecipanti all'operazione. Sulla base di tali tassi di sconto, calcolati in funzione delle specificità di ogni business, sono stati attualizzati i flussi di cassa.

La data di riferimento della valutazione è stata posta al 30 settembre 2017.

4.2.2. Metodo della Somma delle Parti

La metodologia della Somma delle Parti prevede che la società venga valutata sommando i singoli valori attribuibili a ciascuna delle sue aree di *business*. Questo metodo è di comune utilizzo nella prassi internazionale e ben si presta alla valutazione di gruppi complessi operanti in più segmenti di *business*.

Infatti, a seguito delle prime evidenze emerse in fase di valutazione attraverso il metodo del DCF gli Amministratori hanno provveduto, nell'ambito dell'applicazione dell'approccio SOTP, ad individuare, qualora possibile, per alcuni *business*, ulteriori metodi che potessero costituire uno scenario valutativo alternativo.

La metodologia analitica SOTP permette di apprezzare i valori di una società sulla base dei relativi piani di sviluppo e delle caratteristiche intrinseche.

Il criterio SOTP calcola dunque i valori economici di una società come somma dei valori di capitale economico attribuibili alle diverse linee di business presenti nell'ambito della medesima struttura societaria. Il valore economico di una società è dato dalla somma dei valori attribuibili a ciascuna linea di business che la compone sulla base del profilo di rischio e del conseguente rendimento atteso nonché del capitale allocato alle medesime.

Nello specifico, il criterio è stato sviluppato come di seguito:

- per i *business* infrastrutturali (distribuzione gas, distribuzione energia elettrica, servizio idrico integrato), la valorizzazione è stata effettuata attraverso il criterio patrimoniale (RAB per distribuzione gas ed energia elettrica, patrimoniale semplice per il servizio idrico integrato);
- per i *business* di servizio, è stato utilizzato il metodo DCF in quanto è stata valutata soltanto l'attività di gestione;
- per il *business* della vendita, è stato utilizzato il metodo dei multipli (analogamente a quanto fatto per la determinazione del Terminal Value nell'ambito dell'applicazione della metodologia DCF in cui è stato applicato un Exit Multiple anziché una capitalizzazione del flusso terminale);
- per i *business* infrastrutturali di ASPEM, non essendo quest'ultima proprietaria degli *asset*, è stato utilizzato il metodo dei DCF ed è stata valorizzata soltanto l'attività di gestione.

Il valore economico (*equity value*) è stato elaborato considerando, oltre all'*Enterprise Value*: (i) la posizione finanziaria netta e il fondo TFR alla data di riferimento, (ii) le *minorities* valutate in coerenza al *fair value* sulla base del metodo dei multipli, (iii) le *associates* valutate al *book value*, salvo ove diversamente indicato, (iv) le risultanze emerse dall'attività di *financial due diligence*, e (v) i dividendi relativi all'esercizio 2017 da distribuire prima della Fusione.

5. Difficoltà di valutazione incontrate dagli Amministratori

Nella propria relazione, gli Amministratori delle Società Partecipanti all'Operazione evidenziano che le valutazioni sono state effettuate utilizzando i dati economico-finanziari previsionali derivanti dai *business plan* di ACSM-AGAM e delle società partecipanti alla Fusione e alla Scissione. Tali dati presentano per loro natura profili di incertezza e in aggiunta ipotizzano la continuità dell'attuale quadro legislativo; pertanto eventuali cambiamenti normativi e regolatori potrebbero avere un impatto significativo sui risultati attesi.

In particolare i *business plan* relativi alle attività in concessione considerati nell'analisi valutativa includono alcune ipotesi che potrebbero differire in sede di gara per l'assegnazione delle concessioni, sia nel caso di rinnovo delle stesse sia nell'ipotesi di incasso di un indennizzo da parte del gestore subentrante.

Inoltre in conseguenza dell'esposizione di alcune società al *business* della generazione (idroelettrica o cogenerazione), i flussi prospettici ipotizzati nei *business plan* sono dipendenti dallo scenario di prezzi dell'energia elettrica ipotizzato:

6. Risultati emersi dalla valutazione effettuata dagli Amministratori

6.1. Risultati emersi dalla valutazione effettuata dagli Amministratori delle Società Partecipanti all'Operazione

6.1.1. Metodo dell'attualizzazione dei Flussi di Cassa

Sulla base delle ipotesi dettagliatamente descritte nella Relazione degli Amministratori, l'applicazione della metodologia DCF alle Società Partecipanti all'Operazione, tenuto conto anche delle usuali analisi di sensitività, consente di stimare i valori dell'*Enterprise Value* e dell'*Equity Value* delle società riportati nella seguente tabella:

Valori espressi in milioni di Euro	Enterprise Value	Equity Value
ACSM-AGAM	290,5	185,4
LRG	50,8	56,0
ACEL Service	52,2	54,8
AEVV (inclusivo della partecipazione detenuta in ACEL Service)	32,9	30,9
AEVV Energie	12,4	16,0
ASPEM	75,8	64,0
A2A Energia - ramo clienti scisso	25,6	25,4
A2A Idro4	59,0	58,9

6.1.2. Metodo della Somma delle Parti

Sulla base delle ipotesi dettagliatamente descritte nella Relazione degli Amministratori, l'applicazione della metodologia SOTP alle Società Partecipanti all'Operazione, consente di stimare i valori dell'*Enterprise Value* e dell'*Equity Value* delle società riportati nella seguente tabella:

Valori espressi in milioni di Euro	Enterprise Value	Equity Value
ACSM-AGAM	296,1	193,3
LRG	50,7	55,9
ACEL Service	48,7	51,3
AEVV (inclusivo della partecipazione detenuta in ACEL Service)	28,6	26,4
AEVV Energie	10,8	14,4
ASPEM	75,8	64,0
A2A Energia - ramo clienti scisso	23,3	23,1
A2A Idro4	59,0	58,9

6.1.3. Conclusioni degli Amministratori delle Società Partecipanti all'Operazione

I Consigli di Amministrazione delle Società Partecipanti all'Operazione, sulla base delle analisi effettuate e nel rispetto delle valutazioni condotte con l'ausilio del proprio *Advisor* congiunto PwC, di cui condividono l'iter logico e le ipotesi economiche, hanno approvato quanto segue:

- (i) al Gruppo ACSM-AGAM sono stati attribuiti valori di *equity* compresi tra Euro 185,4 milioni ed Euro 193,3 milioni;



Building a better
working world

- (ii) ad ACEL Service sono stati attribuiti valori di *equity* compresi tra Euro 51,3 milioni ed Euro 54,8 milioni;
- (iii) a Lario Reti Gas sono stati attribuiti valori di *equity* compresi tra Euro 55,9 milioni ed Euro 56 milioni;
- (iv) a Lario Reti Holding (per la partecipazione del 49% in AEVV Energie) sono stati attribuiti valori di *equity* compresi tra Euro 7,1 milioni ed Euro 7,8 milioni;
- (v) al Gruppo AEVV sono stati attribuiti valori di *equity* compresi tra Euro 33,8 milioni ed Euro 39,0 milioni;
- (vi) ad ASPEM è stato attribuito un valore di *equity* pari a Euro 64,0 milioni;
- (vii) a A2A Idro4 è stato attribuito un valore di *equity* pari a Euro 58,9 milioni; e infine
- (viii) a A2A Energia (ramo clienti scisso) sono stati attribuiti valori di *equity* compresi tra Euro 23,1 milioni ed Euro 25,4 milioni.

Gli Amministratori, considerando l'analiticità del metodo DCF e della SOTP, e registrando una sostanziale convergenza nella configurazione dell'azionariato, hanno ritenuto che un valore prossimo alla media delle risultanze derivanti dall'applicazione delle due metodologie sia rappresentativo dei valori economici e delle rispettive quote azionarie delle Società, ponendosi i valori così formulati alla base della determinazione del rapporto di cambio delle azioni/quote.

Sulla base degli intervalli dei valori economici sopra esposti, determinati con le modalità descritte nella Relazione degli Amministratori, gli organi amministrativi delle società partecipanti alla Fusione e alla Scissione sono pervenuti alla determinazione del rapporto di cambio delle azioni/quote delle Società Incorporande e delle azioni della Società Scissa con azioni della Società Incorporante e alla conseguente determinazione del numero di azioni di ACSM-AGAM da emettere ed assegnare ai soci delle Società Incorporande e al socio unico della Società Scissa.

In particolare, gli Amministratori, hanno individuato, coerentemente con le risultanze dell'applicazione dei metodi considerati ed in particolare tenendo conto di un intorno della media degli intervalli di rapporto di cambio risultanti con il criterio del DCF e del SOTP, un rapporto di cambio da sottoporre alle rispettive assemblee dei soci, descritto come di seguito:

- per A2A Idro4: il socio unico riceverà in concambio n. 2.381,61 azioni ordinarie di ACSM-AGAM per ogni quota pari a Euro 1,00 di capitale sociale di A2A Idro4;
- per ACEL Service: ciascun socio riceverà in concambio n. 8,68 azioni ordinarie di ACSM-AGAM per ogni quota pari a Euro 1,00 di capitale sociale di ACEL Service;
- per AEVV Energie: ciascun socio riceverà in concambio n. 6,15 azioni ordinarie di ACSM-AGAM per ogni quota pari a Euro 1,00 di capitale sociale di AEVV Energie;
- per ASPEM: ciascun socio riceverà in concambio n. 148,98 azioni ordinarie di ACSM-AGAM per ogni azione di ASPEM;
- per AEVV: ciascun socio riceverà in concambio n. 6,64 azioni ordinarie di ACSM-AGAM per ogni azione di AEVV;
- per LRG: il socio unico riceverà in concambio n. 1,20 azioni ordinarie di ACSM-AGAM per ogni quota pari a Euro 1,00 di capitale sociale di LRG;

- n. 9.816.895 azioni ordinarie di ACSM-AGAM del valore di 1,00 Euro per l'intero patrimonio scisso afferente alle utenze gas attive nell'area urbana del comune di Varese.

7. Lavoro svolto

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

Come indicato in precedenza, bilancio d'esercizio e il bilancio consolidato al 31 dicembre 2016 di ACSM-AGAM è stato assoggettato a revisione contabile da parte della società di revisione KPMG S.p.A. ed la relazione finanziaria semestrale consolidata al 30 giugno 2017 di ACSM-AGAM è stata assoggettata a revisione contabile limitata da parte della società di revisione KPMG S.p.A..

Il bilancio d'esercizio al 31 dicembre 2016 di ACEL Service è assoggettato a revisione contabile da parte della società di revisione Deloitte & Touche S.p.A..

Il bilancio d'esercizio ed il bilancio consolidato al 31 dicembre 2016 di AEVV sono stati assoggettati a revisione contabile da parte della società di revisione Trevor S.r.l..

Il bilancio d'esercizio al 31 dicembre 2016 di AEVV Energie è stato assoggettato a revisione contabile da parte della società di revisione Trevor S.r.l..

Il bilancio d'esercizio al 31 dicembre 2016 di ASPEM è stato assoggettato a revisione contabile da parte della società di revisione EY S.p.A..

Le situazioni patrimoniali delle Società Partecipanti all'Operazione riferite al 30 settembre 2017, utilizzate come base per il Progetto di Fusione e il Progetto di Scissione, sono state sottoposte ad attività di *financial due diligence* da parte dell'Advisor congiunto PwC.

In relazione a questi bilanci e situazioni contabili sono state da noi effettuate limitate procedure di revisione, basate principalmente in incontri e discussioni con le Direzioni delle Società Partecipanti all'Operazione, con le società di revisione KPMG S.p.A., Deloitte & Touche S.p.A. e Trevor S.r.l. e con l'Advisor congiunto PwC, al fine di rilevare i principi contabili utilizzati ed i fatti salienti concernenti la loro redazione, nonché analisi critiche degli ammontari in essi esposti e degli indici di bilancio da essi ricavabili, ed analisi degli scostamenti di tali ammontari ed indici.

Per i Business Plan, e per le conseguenti previsioni dei flussi di cassa, ferme restando le incertezze ed i limiti connessi ad ogni tipo di dato previsionale, abbiamo discusso con le Direzioni delle società e con l'Advisor congiunto PwC le principali caratteristiche del processo di previsione ed i criteri utilizzati per la loro redazione. Le analisi hanno incluso, tra l'altro, nella misura necessaria per il raggiungimento delle finalità dell'incarico conferitoci, il processo di elaborazione dei piani economico-finanziari *stand alone*, l'analisi della ragionevolezza delle *assumptions*, dei criteri e dei principi contabili adottati, il confronto dell'andamento storico e a consuntivo con le previsioni.

Abbiamo raccolto, attraverso discussione con le Direzioni delle Società Partecipanti all'Operazione, informazioni circa gli eventi verificatisi successivamente alla data di chiusura delle situazioni patrimoniali prese a riferimento, che potrebbero avere un effetto significativo sulla determinazione dei valori oggetto del nostro esame, e ci è stato confermato che, dalla data di chiusura della predetta situazione patrimoniale alla data di emissione della presente Relazione, non si sono verificati eventi o circostanze che richiedano una modifica 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.

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

Abbiamo svolto le seguenti procedure:

- analisi del Progetto di Fusione, del Progetto di Scissione, delle risultanze della *due diligence* finanziaria dell'Advisor congiunto PwC sulle situazioni patrimoniali di riferimento, delle Relazioni degli Amministratori e di quelle predisposte dagli *Advisor finanziari* 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;
- analisi di sensitività nell'ambito dei metodi di valutazione adottati, con l'obiettivo di verificare quanto il Rapporto di Cambio fosse influenzato da variazioni nelle ipotesi e parametri ritenuti significativi, utilizzati nella relazione dell'Advisor congiunto PwC, anche per tener conto degli andamenti recenti dei mercati;
- 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 anche sulla base delle indicazioni del loro Advisor congiunto PwC;
- incontri con l'Advisor congiunto PwC e con le Direzioni delle Società Partecipanti all'Operazione per discutere in merito alle principali assunzioni sottostanti i Business Plan, alle problematiche incontrate ed alle soluzioni adottate nel corso dell'attività svolta.

Abbiamo inoltre raccolto informazioni, attraverso discussione con le Direzioni delle Società Partecipanti all'Operazione, e ottenuto attestazione che, per quanto a conoscenza delle suddette Direzioni, 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'adequatezza 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 e scissione hanno significato unicamente nel loro profilo relativo e non possono essere assunte quali stime del valore assoluto delle società interessate per operazioni diverse dalla fusione e scissione per la quale sono state eseguite.

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.

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 Partecipanti all'Operazione;
- conformemente al contesto valutativo richiesto in sede di fusione, i *Business Plan* 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 una pluralità di metodi di valutazione ha consentito comunque di allargare il processo di valutazione e sottoporre a verifica sostanziale i risultati ottenuti.

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

- la scelta del metodo del *Discounted Cash Flow*, utilizzato dagli Amministratori delle Società Partecipanti alla Fusione, risulta giustificata dalla tipologia di attività svolta dalle società operative, che rende rilevanti ai fini del processo di valutazione tanto gli aspetti reddituali quanto quelli finanziari. In particolare, lo sviluppo della metodologia DCF risulta coerente con quanto prescritto dalla prassi professionale e dalla dottrina valutativa;
- il metodo della Somma delle Parti è generalmente applicato nella valutazione di realtà aziendali complesse caratterizzate dalla presenza di molteplici aree di attività.

Con riferimento ad ACSM-AGAM, in virtù dell'applicazione di criteri di valutazione omogenei come prassi per operazioni di questo tipo, gli Amministratori non hanno fatto riferimento alla quotazione di borsa di ACSM-AGAM, in quanto unica società quotata tra le Società Partecipanti all'Operazione.

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 all'Operazione, assumendone la veridicità, correttezza e completezza, senza svolgere verifiche al riguardo. Parimenti, non abbiamo effettuato una valutazione economica delle Società Partecipanti all'Operazione.

Come in precedenza evidenziato, l'efficacia dell'Operazione è subordinata al verificarsi delle Condizioni Sospensive. Conseguentemente, in caso di mancato verificarsi di tali Condizioni Sospensive, le considerazioni contenute nella presente Relazione potrebbero risultare non più applicabili e perdere di efficacia.

Con riferimento alle metodologie di valutazione utilizzate, evidenziamo che le valutazioni effettuate dagli Amministratori mediante la metodologia del *Discounted Cash Flow* si basano su previsioni economico-patrimoniali che, per loro natura, contengono elementi di incertezza e sono soggette a variazioni, anche significative, in caso di cambiamenti del contesto di mercato e dello scenario

macroeconomico. Va inoltre 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.

In particolare i *business plan* relativi alle attività in concessione considerati nell'analisi valutativa includono alcune ipotesi che potrebbero differire in sede di gara per l'assegnazione delle concessioni sia nel caso di rinnovo delle stesse sia nell'ipotesi di incasso di un indennizzo da parte del gestore subentrante.

Inoltre, evidenziamo che non sono state eseguite, perché estranee all'ambito del nostro incarico, verifiche e/o valutazioni legali circa la validità e/o l'efficacia dell'Operazione, né degli effetti contabili derivanti dalla stessa.

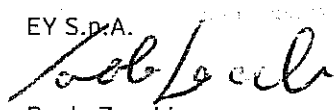
10. Conclusioni

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 delle Società Partecipanti all'Operazione, anche sulla base delle indicazioni del loro *Advisor* congiunto PwC, 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 e/o quote contenuto nel Progetto di Fusione e nel Progetto di Scissione pari a:

- per A2A Idro4: il socio unico riceverà in concambio n. 2.381,61 azioni ordinarie di ACSM-AGAM per ogni quota pari a Euro 1,00 di capitale sociale di A2A Idro4;
- per ACEL Service: ciascun socio riceverà in concambio n. 8,68 azioni ordinarie di ACSM-AGAM per ogni quota pari a Euro 1,00 di capitale sociale di ACEL Service;
- per AEVV Energie: ciascun socio riceverà in concambio n. 6,15 azioni ordinarie di ACSM-AGAM per ogni quota pari a Euro 1,00 di capitale sociale di AEVV Energie;
- per ASPEM: ciascun socio riceverà in concambio n. 148,98 azioni ordinarie di ACSM-AGAM per ogni azione di ASPEM;
- per AEVV: ciascun socio riceverà in concambio n. 6,64 azioni ordinarie di ACSM-AGAM per ogni azione di AEVV;
- per LRG: il socio unico riceverà in concambio n. 1,20 azioni ordinarie di ACSM-AGAM per ogni quota pari a Euro 1,00 di capitale sociale di LRG;
- n. 9.816.895 azioni ordinarie di ACSM-AGAM del valore di 1,00 Euro per l'intero patrimonio scisso afferente alle utenze gas attive nell'area urbana del comune di Varese.

Milano, 26 febbraio 2018

EY S.p.A.


Paolo Zocchi
(Socio)