

**Progetto di fusione per incorporazione
della società Aqua Seprio Servizi S.r.l.
nella società Como Acqua S.r.l.**

**Relazione dell'esperto ai sensi dell'articolo
2501-sexies del Codice civile**

1. Motivo, oggetto e natura dell'incarico

Nel quadro della prospettata fusione per incorporazione (di seguito la "Fusione" o l'"Operazione") di Aqua Seprio Servizi S.r.l. (di seguito anche "Aqua Seprio" o "Società Incorporanda") in Como Acqua S.r.l. (di seguito anche "Como Acqua" o "Società Incorporante" e, congiuntamente ad Aqua Seprio, le "Società" o le "Società Partecipanti alla Fusione"), Revico S.r.l., iscritta al Registro dei Revisori Contabili al n. 158004, ha ricevuto dagli organi amministrativi delle Società Partecipanti alla Fusione l'incarico di redigere, in qualità di esperto designato ai sensi e per gli effetti dell'articolo 2501- sexies del Codice Civile, la relazione sulla congruità del rapporto di cambio nell'ambito della fusione per incorporazione di Aqua Seprio in Como Acqua (di seguito la "Relazione").

Per le finalità connesse allo svolgimento del nostro incarico, abbiamo ricevuto dagli organi amministrativi delle Società (nel prosieguo anche gli "Amministratori"):

- il progetto comune di Fusione per incorporazione di Aqua Seprio (nel prosieguo il "Progetto di Fusione"), redatto ai sensi degli artt. 2501-*ter* del Codice civile, approvato dai rispettivi Organi Amministrativi in data 23 giugno 2025, ciascuno per quanto di propria competenza,
- le relazioni illustrative predisposte dagli Amministratori, redatte ai sensi dell'art. 2501-*quinquies* del Codice civile (di seguito le "Relazioni degli Amministratori") ed approvata dai rispettivi Organi Amministrativi in data 23 giugno 2025, che indicano, illustrano e giustificano, sotto il profilo giuridico ed economico, il Progetto di Fusione ed in particolare, il criterio di determinazione del rapporto di cambio,
- le situazioni patrimoniali delle Società Partecipanti alla Fusione ai sensi dell'articolo 2501-*quater* del Codice Civile (le "Situazioni Patrimoniali"), rappresentate dai rispettivi bilanci d'esercizio al 31 dicembre 2024.

2. Natura e portata della presente relazione

Al fine di fornire ai soci delle Società Partecipanti alla Fusione informazioni idonee sul Rapporto di Cambio, la presente relazione indica i metodi seguiti dagli Amministratori per la sua determinazione e le eventuali difficoltà di valutazione dagli stessi incontrate; essa contiene inoltre il nostro parere sull'adequatezza, nelle circostanze, di tali metodi, sotto il profilo della loro ragionevolezza e non arbitrarietà, nonché sulla loro corretta applicazione.

Nell'esaminare i metodi di valutazione adottati dagli Amministratori, anche sulla base delle indicazioni fornite dal Consulente esterno, non abbiamo effettuato, per le finalità connesse allo svolgimento del presente incarico, una valutazione economica delle Società. Tali valutazioni sono

state svolte esclusivamente dal Consiglio di Amministrazione di Como Acqua e dall'Amministratore Unico di Aqua Seprio, supportati dal Consulente esterno da essi incaricato.

3. Motivazioni alla base dell'Operazione di Fusione

L'operazione è conforme agli obblighi introdotti dal Testo unico società a partecipazione pubblica (approvato con d.lgs. 175/2016 e modificato con d.lgs. 100/2017) che prevedono la razionalizzazione, anche mediante fusione, delle società che svolgono attività simili a quelle svolte da altre società partecipate dagli enti pubblici, il contenimento dei costi di funzionamento delle società e, in generale, l'aggregazione tra società pubbliche che svolgono attività di interesse generale consentite dalla legge (art. 20, comma 2, Testo unico).

Ciò premesso, l'operazione di fusione per incorporazione si colloca all'interno di un percorso di razionalizzazione coerente con gli indirizzi della normativa di settore, che promuove le aggregazioni tra soggetti gestori del servizio idrico integrato all'interno del medesimo Ambito Territoriale Ottimale ("ATO").

Con particolare riferimento all'ATO di Como, si segnala quanto segue:

- in data 19 ottobre 2011, con delibera n. 8 (*"Proposta per l'affidamento del servizio idrico integrato"*), l'Assemblea dell'Autorità dell'Ambito Territoriale Ottimale ha approvato all'unanimità e con la maggioranza richiesta dall'art. 1, comma q) della L.R. 21/2010 la proposta di affidamento "in house" del Piano d'Ambito mediante individuazione di un soggetto gestore unico, ritenendo tale forma gestionale come la risposta più idonea alle esigenze del territorio.
- in data 20 dicembre 2011, con deliberazione n. 103 (*"Individuazione della forma di gestione ed affidamento del servizio idrico integrato"*), il Consiglio Provinciale di Como ha indicato la forma di gestione e di affidamento del Servizio Idrico Integrato, per l'attuazione del Piano d'Ambito, nella modalità "in house", previa costituzione da parte dei Comuni di una società avente i requisiti di legge per l'affidamento.
- in data 15 maggio 2012 con deliberazione n. 36 (*"Delibera di Indirizzo strategico ed individuazione delle linee guida per la costituzione della società di gestione del servizio idrico integrato"*), il Consiglio Provinciale di Como ha individuato le linee guida per la costituzione della società di gestione del Servizio Idrico Integrato, prevedendo al punto 1 "Obiettivi strategici della riorganizzazione" che *"il progetto di riorganizzazione del Servizio Idrico Integrato (di seguito SII) sul territorio della Provincia di Como si basa sulla costituzione di una società, denominata società d'ambito, cui attribuire in house la titolarità della gestione del SII alla scala provinciale ed affidare il servizio di che trattasi per l'ambito territoriale ottimale della Provincia di Como"*.
- l'Ente di governo dell'Ambito (la Provincia di Como), con deliberazione n.36 del 2012, ha individuato, quale forma di gestione del Servizio Idrico Integrato nell'Ambito Territoriale

Ottimale di Como ("ATO"), l'affidamento "in house" ad una società interamente pubblica, partecipata dai Comuni e caratterizzata da tutti gli elementi del controllo analogo.

- in data 3 luglio 2012 con deliberazione n. 5 (*"Indirizzo strategico ed individuazione delle linee guida per la costituzione della società di gestione del servizio idrico integrato"*), la Conferenza dei Comuni ha confermato la scelta dell'affidamento diretto ad una società avente i requisiti dell'*"in house providing"*, costituita direttamente dai Comuni.
- in data 18 dicembre 2014, con delibera n. 15, il Consiglio della Provincia di Como - ai sensi di quanto previsto dal d.lgs. n. 152/2006 e dell'art. 47 della L.R. 26/2003 che attribuiscono alla Provincia l'approvazione del Piano d'Ambito e le decisioni in merito all'affidamento del Servizio Idrico Integrato (di seguito "SII") per l'ATO - ha formalmente approvato il Piano d'Ambito.
- in data 28 aprile 2014, è stato costituito il gestore d'ambito totalmente pubblico Como Acqua S.r.l., in cui partecipano i Comuni e la Provincia di Como, che possiede i requisiti per un affidamento "in house" del SII ai sensi della normativa vigente. Gli obiettivi principali che il gestore d'ambito deve perseguire sono la progressiva attuazione del Piano d'Ambito al fine di conseguire:
 - maggior qualità ambientale prevista dalla disciplina europea in materia (buono stato ecologico) anche attraverso interventi di tutela dei corpi idrici superficiali e sotterranei;
 - il miglioramento della qualità della fornitura all'utenza, sotto il profilo qualitativo e quantitativo, anche innovando la gestione commerciale del servizio;
 - la gestione, priva di fini di lucro, secondo una logica di efficienza ed efficacia, industriale e strategica di un servizio collettivo di importanza cruciale in termini economici, politici e sociali, con messa a frutto delle sinergie derivanti dalla gestione di un'ampia base di utenti, in termini sia di costi di gestione, sia di erogazione di un più integrato pacchetto di servizi.
- in data 29 settembre 2015, il Consiglio Provinciale di Como ha deliberato l'affidamento, per la durata di 20 anni, del SII alla società pubblica **Como Acqua S.r.l.** secondo la formula "in house providing". Il piano d'ambito ("Piano d'Ambito"), approvato dalla giunta Provinciale di Como con deliberazione n.15 del 18 dicembre 2014, congiuntamente alle deliberazioni inerenti e conseguenti da parte dei soggetti interessati, ha previsto, come strategia di attuazione degli obiettivi, **l'incorporazione da parte di Como Acqua delle varie società operative territoriali** (Società Operative Territoriali — "SOT") attive nel settore del SII nell'ATO di Como.
- con la medesima deliberazione il Consiglio Provinciale ha individuato un periodo transitorio, pari a 3 anni dall'affidamento del servizio, per superare la frammentazione gestionale esistente ed addivenire ad un unico gestore operativo sul territorio, che è scaduto in data 30 settembre 2018;

- in data 30 novembre 2015 è stata sottoscritta la stipula della Convenzione per la regolazione dei rapporti tra Ufficio d'Ambito e il Gestore, successivamente aggiornata (e sottoscritta in data 24/11/2017), in base alle disposizioni contenute nella Delibera dell'Autorità di Regolazione per Energia Reti e Ambiente (ARERA) n. 656/2015/R/IDR. Nella richiamata delibera si è dato atto che l'operatività nella gestione del servizio idrico integrato sarebbe avvenuta progressivamente, in un arco temporale non superiore ai 3 anni dall'affidamento del servizio idrico integrato (periodo transitorio). Dal punto di vista tariffario, l'Ente d'Ambito ha provveduto ad approvare manovre relative all'intero perimetro dell'ATO, nonché ad adottare una tariffa agli utenti omogenea su tutto il territorio.
L'art. 4 della convenzione (Perimetro delle attività affidate) prevede che l'esercizio del Servizio si svolga all'interno del perimetro amministrativo dei comuni della provincia di Como, tra cui **Carbonate, Mozzate e Locate Varesino**.
- con efficacia a partire dal 1° gennaio 2019, si è perfezionato il processo di fusione per incorporazione/scissione di 12 Società Operative del Territorio (SOT) in Como Acqua S.r.l..
- in data 2 aprile 2019 il Consiglio Provinciale di Como ha deliberato, su istanza di Como Acqua S.r.l., la proroga del periodo transitorio al 31 dicembre 2020, al fine di consentire la conclusione delle attività di aggregazione delle gestioni, sulla base del Piano di Subentro redatto dalla stessa Como Acqua S.r.l..

In attuazione del processo di aggregazione, quindi, l'Operazione in trattazione consentirà al gestore d'Ambito Como Acqua di subentrare nella gestione, attualmente in capo ad Aqua Seprio, del servizio di acquedotto nei comuni di Mozzate, Carbonate e Locate Varesino.

La fusione per incorporazione di Aqua Seprio Servizi S.r.l. in Como Acqua S.r.l. consentirà di ottimizzare la gestione del Servizio Idrico Integrato, attraverso una struttura societaria unica che garantisca una maggiore efficienza operativa e una razionalizzazione dei costi; consentirà inoltre di ottenere ulteriori economie di scala, migliorare l'accesso ai fondi pubblici per investimenti in infrastrutture, e potenziare la capacità di gestione delle risorse idriche, con un conseguente beneficio per gli utenti in termini di qualità del servizio e sostenibilità ambientale.

In particolare, tale aggregazione consentirà il raggiungimento dei seguenti principali obiettivi:

- consolidamento delle esperienze e del know how tecnico-gestionale, prodromico al mantenimento e miglioramento del livello qualitativo dei servizi erogati sui territori di riferimento, principalmente in termini di: i) gamma di servizi erogati all'utenza; ii) capillarità dei presidi territoriali tecnici e all'utenza; iii) attenzione alla qualità dei servizi;
- conservazione della "matrice territoriale", con il mantenimento di un significativo presidio sul territorio e di uno stretto legame con i cittadini e con gli enti pubblici territoriali soci che oggi caratterizza le due Società;
- rafforzamento delle strutture industriali e patrimoniali esistenti;
- massimizzazione della gestione complessiva dei servizi con la conseguente ottimizzazione

dei costi e razionalizzazione nella gestione delle risorse organizzative e produttive (ad esempio: possibilità di allocare le risorse ai diversi progetti in maniera efficiente, valorizzando al massimo l'esperienza e la competenza dei singoli, che potranno avere maggiori opportunità di sviluppare le proprie competenze specifiche su uno spettro di progetti più ampio rispetto a quello offerto dalla società di provenienza);

- raggiungimento di sinergie significative che permetteranno di mantenere il piano di investimenti già previsto per la Società, allegato alla presente relazione;
- governo del processo di convergenza delle tariffe in seno all'Ambito Territoriale Ottimale,
- omogeneizzazione degli investimenti pro-capite;
- miglioramento dell'accesso al credito (ovvero, di accensione di finanziamenti a medio-lungo termine) e conseguente miglioramento dei profili di fattibilità e sostenibilità dei piani di investimento di lungo periodo, con beneficio diretto sui territori di riferimento.

4. Sintesi e caratteristiche dell'Operazione

a) Società partecipanti all'Operazione

- Società Incorporante

Como Acqua S.r.l., avente sede legale in Viale Innocenzo XI n. 50, Cap 22100, Como (CO), iscritta nel Registro delle Imprese di Como-Lecco, codice fiscale/p. iva n. 03522110133 e capitale sociale deliberato, versato e sottoscritto pari ad Euro 542.426,70.

- Società Incorporanda

Aqua Seprio Servizi S.r.l., avente sede legale in Via San Bartolomeo n. 13, Cap 22076, Mozzate (CO), iscritta nel Registro delle Imprese di Como-Lecco, codice fiscale/p. iva n. 02749880130 e capitale sociale deliberato, versato e sottoscritto pari ad Euro 516.500.

b) Situazioni patrimoniali di riferimento

Il progetto di fusione è stato redatto sulla base dei dati di bilancio riferiti alla data del 31 dicembre 2024 (chiusura di esercizio per entrambe le società coinvolte nel progetto).

Le società partecipanti si sono avvalse dell'assistenza di un advisor esterno che ha predisposto una perizia con fine ultimo la determinazione del valore economico delle società alla data del 31 dicembre 2024. I valori risultanti dalla perizia, che sono stati fatti propri dagli organi amministrativi di ciascuna società partecipante all'Operazione, sono stati poi considerati per predisporre il rapporto di cambio.

c) Modalità di assegnazione delle quote della Società Incorporante

La Società Incorporante, per effetto dell'Operazione, procederà all'aumento del capitale sociale, tramite emissione di quote da assegnarsi ai soci della Società Incorporanda sulla base del rapporto di cambio, calcolato sulla base dei valori del capitale economico delle società partecipanti alla fusione.

In conseguenza del perfezionamento della Fusione, tutte le quote della Società Incorporanda verranno annullate e concambiate con le quote della Società Incorporante.

d) Data alla quale tali quote partecipano agli utili

Le quote emesse dalla Società Incorporante a soddisfazione del rapporto di cambio avranno godimento regolare a partire dalla data di efficacia dell'Operazione, fatto salvo quanto stabilito dall'articolo 30 dello Statuto di Como Acqua S.r.l..

e) Data di efficacia delle operazioni di fusione

Alla fusione sarà data attuazione totale, mediante la stipulazione di un unico atto di fusione con la partecipazione della Società Incorporante e della Società Incorporanda.

La fusione avrà efficacia giuridica quando sarà stata eseguita l'ultima delle iscrizioni prescritte dall'art. 2504 c.c., ovvero a partire dal termine successivo stabilito in sede di atto di fusione ("Data di Efficacia"), purché, in ogni caso, non anteriore al giorno 1° gennaio 2026. La postergazione si rende necessaria tenuto conto degli aspetti organizzativi ed amministrativi connessi con l'integrazione delle due Società.

Gli effetti della fusione ai fini contabili e fiscali decorreranno dal primo giorno dell'esercizio in cui cadrà la Data di Efficacia.

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

5. Metodo di valutazione adottato dagli Amministratori per la determinazione del Rapporto di Cambio

In considerazione delle finalità della presente Relazione, come meglio specificate in apertura della stessa, al fine di fornire ai soci di Como Acqua ed Aqua Seprio idonee informazioni sulla congruità del Rapporto di Cambio delle quote nell'ambito della presente Operazione di Fusione, nel prosieguo si riportano evidenze circa i metodi di valutazione adottati dagli Amministratori delle Società Partecipanti alla Fusione per la determinazione del Rapporto di Cambio stesso.

La scelta della metodologia di valutazione è stata effettuata dagli Amministratori considerando le caratteristiche delle Società e le informazioni disponibili.

Sulla base delle considerazioni anzidette e tenuto conto del set informativo a disposizione, è stata adottata la metodologia di valutazione patrimoniale semplice ("**Metodo Patrimoniale Semplice**") in quanto, nelle circostanze, ritenuta la più adatta ad individuare il valore delle Società. La scelta del metodo patrimoniale è stata considerata la più idonea dal momento che:

- ✓ l'impianto regolatorio che disciplina il settore consente, nel caso di subentro del gestore del SII, prevede solo il riconoscimento del "valore residuo (VR) secondo quanta disciplinato dall'articolo 31, della Delibera dell'AEEGSI del 28 dicembre 2015 664/2015/R/ldr" (successivamente, la deliberazione dell'Autorità 639/2023/R/Idr ad oggetto "Approvazione del Metodo Tariffario Idrico per il quarto periodo regolatorio (MTI-4)", ha previsto nell'Allegato A all'art. 31, i criteri per il calcolo del valore residuo). Tale valore è frutto di una prospettiva di valutazione patrimoniale delle attività del SII ed è valorizzato secondo un algoritmo regolatorio e corrisponde con quello assunto ai fini della determinazione della tariffa.

Alla luce del contesto regolatorio di settore che influenza l'Operazione, così come della tipologia di servizi che connaturano il SII, l'eventuale stima autonoma di attività immateriali pertinenti, in linea generale, non risulta pertinente.

Tra l'altro, la scelta del metodo di valutazione effettuata è allineata all'approccio seguito in occasione del processo di fusione per incorporazione/scissione delle 12 Società Operative del Territorio (SOT) in Como Acqua S.r.l., perfezionatosi con efficacia a partire dal 1° gennaio 2019, quando per la determinazione del rapporto di concambio fu appunto scelto il "Metodo Patrimoniale Semplice".

Sulla base del "metodo patrimoniale semplice", il valore della società corrisponde al valore netto rettificato ("Valore Netto Rettificato"), definito come somma algebrica del Patrimonio Netto contabile a delle plusvalenze e minusvalenze accertate sulle poste dell'attivo o del passivo, dedotti gli oneri fiscali potenziali ("Rettifiche").

6. Difficoltà di valutazione incontrate dagli Organi Amministrativi

Gli Amministratori, ai sensi dell'art. 2501-*quinquies*, evidenziano nelle loro Relazioni le difficoltà riscontrate sotto il profilo valutativo, in relazione alla determinazione del Rapporto di cambio.

Nel caso di specie, le difficoltà riscontrate sono riepilogate di seguito:

- l'impossibilità di redigere un piano industriale pluriennale di Aqua Seprio ha reso difficilmente applicabili i metodi che si basano sulle previsioni future in termini reddituali o di flussi di cassa (metodo dei flussi di cassa attualizzati, metodo reddituale, metodi misti);
- l'applicazione dei multipli di mercato risulta non praticabile in quanto non si ravvisano operazioni simili riguardanti società quotate: le società che svolgono il servizio idrico con capitale interamente pubblico, chiamate anche "società in house" o "società a totale capitale pubblico", infatti, sono società tipicamente gestite da Comuni, Province o Regioni e non sono quotate in borsa;
- nell'applicazione del metodo patrimoniale semplice, limitatamente ai criteri di valutazione delle voci oggetto di utilizzo di stime, il patrimonio netto contabile di riferimento risente dei limiti e delle specificità proprie dei diversi metodi di valutazione utilizzati.

7. Risultati emersi dalle valutazioni effettuate dagli Amministratori e modalità di assegnazione delle quote

Si riporta di seguito la valutazione del capitale economico di Como Acqua e di Aqua Seprio sulla base del "metodo patrimoniale semplice", ai fini della determinazione del rapporto di concambio:

	capitale economico	incidenza percentuale
Como Acqua	94.003.522	99,646%
Aqua Seprio	333.679	0,354%
TOTALE	94.337.201	100,000%

Tenuto conto che l'attuale capitale sociale dell'incorporante Como Acqua è pari a **542.426,70 euro** e il capitale sociale di Aqua Seprio è pari a **516.500,00 euro**, ne deriva il seguente rapporto di concambio, inteso come la quantità di nuove quote della società risultante dalla fusione che riceveranno i soci di Aqua Seprio a fronte del numero delle vecchie quote della società incorporanda che saranno annullate in seguito alla fusione stessa:

	capitale economico	capitale sociale	capitale economico / capitale sociale	
Como Acqua	94.003.522	542.427	173,30180	A
Aqua Seprio	333.679	516.500	0,64604	B
rapporto di concambio (B / A)			0,00373	

Sulla base del sopra indicato rapporto di concambio, l'aumento di capitale sociale di Como Acqua

destinato ai soci di Aqua Seprio per effetto della fusione per incorporazione ammonta a **1.925,42 euro**:

	capitale sociale	incidenza percentuale
Capitale Sociale Como Acqua Ante-fusione	542.426,70	99,646%
Aumento C.S. destinato ai soci di Aqua Seprio	1.925,42	0,354%
Capitale Sociale Como Acqua Post-fusione	544.352,12	100,000%

In particolare, l'aumento di capitale sociale spetterà ai comuni attualmente soci di Aqua Seprio in proporzione alle attuali percentuali di possesso nella stessa Aqua Seprio:

	aumento capitale sociale	incidenza percentuale
Comune di MOZZATE	995,44	51,700%
Comune di LOCATE VARESIINO	577,63	30,000%
Comune di CARBONATE	352,35	18,300%
Totale	1.925,42	100,000%

A seguito del perfezionamento dell'Operazione le quote rappresentative del capitale sociale della Società Incorporanda verranno annullate.

Non sono previsti conguagli in denaro.

8. Documentazione utilizzata

Nello svolgimento del presente incarico abbiamo analizzato la seguente documentazione ricevuta dal *management* delle Società Partecipanti alla Fusione:

- Progetto di Fusione per incorporazione di Aqua Seprio in Como Acqua predisposto, ai sensi dell'articolo 2501-*ter* del codice civile, dagli organi amministrativi delle società partecipanti alla fusione;
- Relazioni illustrative redatte ai sensi dell'articolo 2501-quinquies del Codice civile dal Consiglio di Amministrazione di Como Acqua e dall'Amministratore Unico di Aqua Seprio, sottoscritte in data 23 giugno 2025, che illustrano e giustificano, sotto il profilo giuridico ed economico, il Progetto di Fusione e, in particolare, il rapporto di cambio delle quote;
- Verbale del Consiglio di Amministrazione di Como Acqua del 23 giugno 2025 che delibera l'approvazione del Progetto di Fusione;
- Delibera dell'Amministratore Unico di Aqua Seprio del 23 giugno 2025 che approva il Progetto di Fusione;

- Relazione di stima redatta in data 17 giugno 2025 da Revisa MGC S.r.l., consulente esterno incaricato dalle Società con lo scopo di fornire assistenza agli organi amministrativi nella determinazione del rapporto di concambio;
- Relazione tecnica sul calcolo del VR, redatta in data 5 giugno 2025 da REF Ricerche S.r.l., consulente esterno incaricato dalle Società con lo scopo di valutare le immobilizzazioni;
- Statuto vigente delle Società Partecipanti alla Fusione
- Visura camerale delle Società Partecipanti alla Fusione
- Fascicolo di bilancio degli ultimi tre esercizi delle Società Partecipanti alla Fusione
- Relazioni di revisione relative ai bilanci degli ultimi tre esercizi delle Società Partecipanti alla Fusione
- Bilancio di verifica degli ultimi tre esercizi delle Società Partecipanti alla Fusione
- Bilancio di verifica per il periodo dal 1° gennaio 2025 al 30 aprile 2025 delle Società Partecipanti alla Fusione
- Libro cespiti al 31 dicembre 2024 delle Società Partecipanti alla Fusione
- Altri dati e informazioni di carattere contabile, economico-patrimoniale, finanziario e strategico forniti, in forma scritta e verbale, dal management delle Società Partecipanti alla Fusione.

Le Società Partecipanti alla Fusione, ai fini della predisposizione della presente Relazione, hanno messo a nostra disposizione la documentazione di cui sopra ed in particolare i documenti concernenti le indicazioni contenute nel Progetto di Fusione relativamente ai criteri di determinazione del Rapporto di Cambio. Su detta documentazione, non abbiamo svolto alcuna procedura di verifica circa la veridicità, accuratezza e completezza dei dati contenuti e delle assunzioni effettuate dal *management*.

Abbiamo, altresì, ottenuto attestazione che, per quanto a conoscenza dei legali rappresentanti delle Società Partecipanti alla Fusione, non sono intervenute, alla data della presente Relazione, modifiche significative ai dati, alle informazioni ed alle circostanze prese in considerazione nello svolgimento delle nostre analisi e tali da modificare le conclusioni della presente Relazione con riguardo all'elaborazione del nostro giudizio in merito alla congruità del Rapporto di Cambio.

9. Lavoro svolto

Nell'ambito del nostro incarico, abbiamo svolto le seguenti procedure:

- lettura critica
 - del Progetto di Fusione, al fine di verificare la struttura generale della Fusione
 - delle Relazioni degli Amministratori e, in particolare, del metodo di valutazione adottato

- dagli Amministratori al fine di riscontrarne l'adeguatezza, nelle circostanze, sotto il profilo di ragionevolezza e non arbitrarietà;
- dell'ulteriore documentazione relativa alla Fusione, nonché delle bozze di lavoro già messe a nostra disposizione nelle settimane precedenti alla data di predisposizione dei rispettivi documenti nella versione finale;
 - in relazione alle Situazioni Patrimoniali ex art. 2501-quater del Codice Civile (rappresentate dai bilanci d'esercizio al 31 dicembre 2024), svolto incontri e discussioni con il Management delle Società, nella misura necessaria per il raggiungimento delle finalità dell'incarico conferitoci, indicate nel precedente paragrafo 2;
 - esaminato, per le sole finalità di cui al presente lavoro, gli statuti di Como Acqua e Aqua Seprio;
 - letto l'ulteriore documentazione ottenuta, elencata al precedente paragrafo 8;
 - discusso con il Management delle Società e con i Consulenti il lavoro complessivamente svolto per l'individuazione dei criteri di determinazione del Rapporto di Cambio e, in particolare, gli approcci valutativi e le metodologie adottate, onde riscontrarne l'adeguatezza, in quanto, nelle circostanze, ragionevoli, motivati e non arbitrari;
 - verificato la completezza e la coerenza dei procedimenti valutativi seguiti dagli Amministratori nella determinazione del Rapporto di Cambio e le loro modalità di applicazione, considerando le peculiarità di ciascuna Società;
 - riscontrato la non contraddittorietà delle motivazioni degli Amministratori di entrambe le Società riguardanti i metodi valutativi da essi adottati ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio;
 - verificato la coerenza dei dati utilizzati nel processo valutativo rispetto alle fonti di riferimento e alla documentazione utilizzata, descritta nel precedente paragrafo 8;
 - verificato la correttezza aritmetica del calcolo dei valori economici e del rapporto di cambio determinati dagli Amministratori, anche sulla base delle indicazioni fornite dai Consulenti;
 - raccolto, attraverso colloqui con le Direzioni delle Società, informazioni circa gli eventi verificatisi dopo la data di riferimento delle situazioni patrimoniali al 31 dicembre 2024, in ordine a eventuali fatti o circostanze che possano avere un effetto significativo sui dati e sulle informazioni prese in considerazione nello svolgimento delle nostre analisi, nonché sulla determinazione del Rapporto di Cambio;
 - ricevuto formale attestazione dei legali rappresentanti delle Società sugli elementi di valutazione messi a disposizione e sul fatto che, per quanto a loro conoscenza, alla data del nostro parere, non sussistono modifiche significative da apportare ai dati di riferimento dell'operazione e agli altri elementi presi in considerazione, tali da influenzare il Rapporto di Cambio.

10. Commenti in merito all'adeguatezza dei metodi utilizzati ed alla validità delle stime prodotte dagli Amministratori nella determinazione del Rapporto di Cambio

Con riferimento al presente incarico, riteniamo opportuno sottolineare che la finalità principale del procedimento decisionale degli Amministratori è consistita in una stima dei valori economici relativi a Como Acqua ed Aqua Seprio, effettuata attraverso l'applicazione di criteri omogenei ai fini dell'ottenimento di valori fra loro comparabili.

Gli Amministratori, coerentemente con le finalità delle valutazioni eseguite, hanno privilegiato la scelta di una metodologia idonea ad esprimere valori comparabili per le Società, ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio.

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 nel loro profilo relativo e non possono essere, di per sé, assunte quali stime del valore assoluto delle società in relazione a diverse operazioni.

Gli Amministratori hanno fissato in modo puntuale il Rapporto di Cambio da sottoporre all'approvazione delle rispettive Assemblee dei soci, determinandolo con l'ausilio del Consulente esterno.

Le Relazioni predisposte dagli Amministratori di Como Acqua ed Aqua Seprio per illustrare la Fusione indicano la metodologia dagli stessi adottata, con il supporto del Consulente esterno, ed i risultati ottenuti ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio.

Tanto premesso, esprimiamo di seguito le nostre considerazioni sull'adeguatezza, in termini di ragionevolezza e non arbitrarietà, dei metodi di valutazione adottati dagli Amministratori di Como Acqua ed Aqua Seprio per la determinazione del Rapporto di Cambio, nonché sulla loro corretta applicazione:

- il metodo adottato dagli Amministratori (metodo patrimoniale semplice) per la valutazione di Como Acqua ed Aqua Seprio è comunemente accettato ed utilizzato, sia a livello nazionale che internazionale, nell'ambito di valutazioni di società con caratteristiche assimilabili a quelle in oggetto. Nell'applicazione della metodologia valutativa prescelta, gli Amministratori hanno opportunamente considerato le caratteristiche ed i limiti impliciti in essa, sulla base della tecnica valutativa professionale, nazionale ed internazionale,

normalmente seguita;

- nel caso di specie, la stima dei valori relativi di Como Acqua ed Aqua Seprio è stata effettuata attraverso l'applicazione di criteri omogenei, applicati con modalità coerenti tra le due società;
- è stato utilizzato dagli Amministratori esclusivamente il metodo patrimoniale semplice. Tale metodologia, come anche indicato dalla dottrina aziendalistica, appare idonea ad esprimere il valore di complessi aziendali molto patrimonializzati. Nella fattispecie il metodo patrimoniale risulta ad oggi l'unico idoneo a esprimere il valore economico di Como Acqua ed Aqua Seprio nel loro complesso, in quanto tali società, controllate da ente pubblico, hanno come scopo primario non la massimizzazione del ritorno economico quanto l'offerta di un servizio pubblico che risponda in termini di efficacia ed efficienza alle esigenze degli utenti. Alla luce di tali considerazioni e delle motivazioni fornite al riguardo dagli Amministratori, sintetizzate nel precedente paragrafo 6, la scelta di non sviluppare metodologie valutative basate sui flussi di cassa/reddito o di mercato appare nelle circostanze ragionevole;
- le valutazioni elaborate dagli Amministratori sono state condotte considerando Como Acqua ed Aqua Seprio su base c.d. "*stand alone*". Tali valutazioni riflettono pertanto la situazione attuale e le prospettive future di ciascuna delle due Società, considerate trascurando gli effetti della Fusione stessa e le sinergie con essa conseguibili, ossia in ipotesi di continuità aziendale, senza sostanziali mutamenti di gestione dovuti alla Fusione stessa. Come da prassi in questo contesto, le sinergie conseguibili dalla Fusione, pertanto, pur essendo suscettibili di generare valore incrementale, non influenzano la definizione del valore relativo delle Società ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio. Sotto questo profilo, le scelte valutative effettuate dagli Amministratori appaiono, nelle circostanze, caratterizzate da un approccio tecnicamente appropriato.

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

- (i) In merito alle difficoltà e ai limiti incontrati nello svolgimento del nostro incarico, si richiama l'attenzione su quanto segue:
- *Metodo di controllo.* Stanti le caratteristiche di Como Acqua ed Aqua Seprio e del settore di riferimento, come evidenziato nei paragrafi precedenti, per gli Amministratori non è stato possibile individuare una metodologia alternativa quale metodo di controllo nell'ambito del processo valutativo finalizzato alla determinazione del Rapporto di Cambio. Riteniamo che, nelle specifiche circostanze, l'assenza di metodologie di controllo non sia tale da inficiare la ragionevolezza del processo valutativo e, pertanto, della determinazione del Rapporto di Cambio.

(ii) Si richiama, inoltre, l'attenzione sui seguenti aspetti:

- nell'esecuzione del nostro incarico abbiamo utilizzato dati, documenti e informazioni fornitici dalle Società partecipanti alla Fusione, assumendone la veridicità, correttezza e completezza, senza svolgere verifiche al riguardo;
- nell'esaminare il metodo di valutazione adottato dagli Amministratori, non abbiamo effettuato, per le finalità connesse all'espletamento del presente incarico, una valutazione economica delle Società coinvolte nella prospettata Fusione: tali valutazioni sono state svolte esclusivamente dagli Organi Amministrativi le quali, pertanto, assumono significato nel loro profilo relativo e non possono essere considerate rappresentative di una valutazione assoluta e a sé stante del capitale economico delle Società partecipanti alla Fusione nell'ambito della presente relazione. Le procedure descritte sono state effettuate al solo scopo di esprimere un giudizio sui metodi di valutazione adottati dagli Amministratori delle Società Partecipanti alla Fusione al fine di addivenire alla determinazione del Rapporto di Cambio. Pertanto, tali valutazioni non hanno alcuna validità per finalità diverse e non costituiscono in alcun modo una valutazione di merito sull'opportunità dell'operazione di Fusione, né sulle motivazioni della stessa espresse nella Relazione;
- abbiamo fatto pieno ed esclusivo affidamento sulla veridicità, accuratezza e completezza di tutti i dati disponibili e di tutte le informazioni scritte e verbali ricevute per l'espletamento dell'incarico, senza dar corso ad alcuna verifica indipendente sugli stessi. Pertanto, decliniamo ogni responsabilità ove i risultati illustrati nella presente Relazione fossero inficiati dalla non completezza, non accuratezza, o non veridicità delle informazioni scritte e verbali fornite e degli altri elementi conoscitivi utilizzati nel presente lavoro.

Tali limiti sono stati tenuti in debita considerazione nella valutazione della ragionevolezza e non arbitrarietà delle indicazioni fornite dagli Amministratori in merito alle proprie valutazioni per la determinazione del Rapporto di Cambio.

* * *


12. Conclusioni

Sulla base della documentazione esaminata e delle procedure sopra indicate e tenuto conto della natura e portata del nostro lavoro, così come illustrate nella presente relazione, fermo restando quanto indicato nel precedente paragrafo 11, riteniamo, ai sensi e per gli effetti dell'art. 2501-sexies del Codice civile, che il metodo di valutazione adottato dagli Amministratori di Como Acqua S.r.l. e Aqua Seprio Servizi S.r.l. sia adeguato, in quanto nelle circostanze ragionevole e non arbitrario, e che lo stesso sia stato correttamente applicato ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio individuato nel Progetto di Fusione pari a

**euro 0,00373 di quote di Aqua Seprio Servizi S.r.l.
per ogni euro di quote di Como Acqua S.r.l.**

Milano, 26 giugno 2025

Revico S.r.l.

A handwritten signature in black ink, appearing to read 'Domenico Pozzetti'.

Dott. Domenico Pozzetti
(Socio)