



Gentile Signore

Dott. Giordano Rossi

Presidente Impianti Astico Srl

1

Schio, 21 febbraio 2022

**Oggetto: Ipotesi di fusione per incorporazione di Impianti
 Agno Srl in Impianti Astico Srl. Concambio.
 Parere professionale**

Caro Presidente,

faccio seguito alla Tua nota Pec del 15 febbraio u.s. (allegato sub A) così da rappresentare, come richiesto, il mio parere professionale sul punto.

1. Premessa e cronistoria degli eventi

L'ipotetica operazione di fusione per incorporazione di Impianti Agno Srl in Impianti Astico Srl è fattispecie ben nota; sul tema vorrei pertanto rinviare al merito della mia precedente relazione del 16 dicembre 2021 (allegato sub B).

Come ribadito più volte e come riportato nella mia precedente relazione, *uno degli elementi **dirimenti** di tali processi di aggregazione societaria consta, ovviamente, nella definizione puntuale dei cosiddetti **pesi***



ponderali che i distinti soggetti societari assumeranno nel contesto della società post fusione; il riferimento è, ovviamente, al **rapporto di concambio** il quale deve civilisticamente definire, come detto, il valore delle società interessate dall'operazione straordinaria determinando così le quote di partecipazione della nuova compagine sociale nella società post fusione. Vi sono molteplici modalità, dottrinalmente e giurisprudenzialmente accettate, funzionali alla determinazione del valore di un'azienda; ciò che risulta dirimente non è tanto il criterio adottato ma piuttosto, in termini di razionalità e ragionevolezza, l'**omogeneità** del medesimo per tutti i soggetti societari coinvolti dall'operazione.

Come noto, il Prof. Farinon, professionista incaricato da entrambe le società per la stima del valore economico delle medesime, valore economico da porre poi a base per la determinazione del rapporto di concambio dell'eventuale fusione per incorporazione, ha adottato un criterio di natura squisitamente reddituale e finanziaria; ne emerge un rapporto di concambio che attribuisce una percentuale delle quote di partecipazione nella società post fusione (i) ai soci Astico per circa l'83% e (ii) ai soci Agno per circa il 17%. Di seguito la rappresentazione dell'algoritmo numerico:

Impianti Astico Srl

valore ramo infrastrutture SII	2.961.198
valore ramo idroelettrico	6.405.751
PFN al 31.12.2020	101.788
Totale valore per concambio	9.468.737

Impianti Agno Srl

valore ramo infrastrutture SII	0
valore ramo idroelettrico	1.912.137
PFN al 31.12.2020	0
Totale valore per concambio	1.912.137

Ne consegue che, nell'operatività dell'eventuale fusione tra detti soggetti, i pesi ponderali post aggregazione sarebbero i seguenti:



valore Impianti Astico	9.468.737	83,20%
valore Impianti Agno	1.912.137	16,80%
Totale post fusione	11.380.874	100,00%

A seguito dell'incontro intervenuto in data 7 febbraio u.s. presso il Municipio di Thiene alla presenza del Sindaco, dell'Assessore al Bilancio e del Responsabile del Settore Finanziario, oltre ovviamente ai rappresentanti di Impianti Astico Srl, la Giunta Comunale ha licenziato, in data 9 febbraio 2022, una propria determinazione (allegato sub C) con la quale rappresenta, in sintesi, che (i) l'eventuale scostamento dal rapporto di concambio definito dai valori peritali esplicitati dal Prof. Farinon dovrà essere motivato nella relazione ex art. 2501 *quinquies* c.c.; (ii) detta relazione dovrà essere *supportata dal parere professionale di un tecnico esterno che evidenzi elementi oggettivamente verificabili in quanto il rapporto di concambio va determinato non in considerazione di eventi futuri ed incerti ma alla luce di fatti la cui successiva verifica sia accertata e pubblicizzata*; (iii) detto rapporto di concambio dovrà essere sottoposto al vaglio di Legge ex art. 2501 *sexies* c.c..

2. Il quesito oggetto del parere professionale

Con nota Pec del 15 febbraio u.s. (allegato sub A) mi viene quindi chiesto un parere professionale con riferimento ad un eventuale scostamento dal rapporto di concambio originariamente definito prendendo in considerazione *le ricadute in termini economici che si verrebbero a verificare nel caso non si procedesse alla fusione con Impianti Agno Srl in ordine (i) al personale dipendente, (ii) al contratto di rete sottoscritto con Impianti Agno Srl in scadenza il 31.12.2022 e (iii) alla gestione patrimoniale dei cespiti.*



3. I riscontri richiesti ad Impianti Astico Srl

Con mia nota Pec del 15 febbraio u.s. (allegato sub D) ho chiesto ad Impianti Astico uno specifico ed esaustivo riscontro con riferimento alle seguenti fattispecie:

- a) *nel caso in cui l'ipotizzata fusione per incorporazione con Impianti Agno non avesse corso, con la diretta conseguenza che gli effetti sinallagmatici del contratto di rete che allo stato lega le due società verrebbero a cessare, la società Impianti Astico ha pianificato un eventuale riassetto della forza lavoro attualmente in essere? Quali, nello specifico, le modifiche da apportare all'organico in forza per poter far fronte in modo efficace all'ordinaria attività aziendale?*
- b) *sempre con riferimento al caso in cui l'ipotizzata fusione per incorporazione con Impianti Agno non avesse corso, con la diretta conseguenza che gli effetti sinallagmatici del contratto di rete che allo stato lega le due società verrebbero a cessare, quali maggiori o minori oneri aggiuntivi, riferibili al contesto dell'ordinaria attività aziendale, dovrebbe sostenere la società Impianti Astico?*
- c) *nel medesimo scenario descritto nei precedenti punti, quale sarebbe la sorte dei cespiti aziendali attualmente in utilizzo promiscuo ad entrambe le società allo stato legate dal già menzionato contratto di rete?*

Con nota Pec del 17 febbraio u.s. (allegato sub E) la Società mi rappresenta, in sintesi, che:

- a) Impianti Astico Srl dovrebbe incardinare una delicata riorganizzazione del personale dipendente in forza mantenendo le figure nei ruoli di direzione, amministrazione-contabilità e segreteria generale oltre che di gestione tecnico-operativa degli impianti di produzione di energia elettrica; il maggior costo, su base annua, sarebbe pari a **Euro 98.631**;
- b) i maggiori costi da sostenere, su base annua, in assenza di contratto



di rete, sarebbero pari a **Euro 13.206**;

c) il valore dei cespiti da acquisire sarebbe pari a **Euro 5.978**.

4. Un'ipotesi di ridefinizione del concambio

In relazione a quanto finora esposto pare, in estrema sintesi, che, come risulta da quanto empiricamente rappresentato dalla società Impianti Astico Srl, la mancata aggregazione con Impianti Agno Srl possa generare un effetto negativo nel conto economico prospettico di Impianti Astico medesima.

Risulta pertanto necessario (i) perimetrare, secondo profili di esaustività, tale impatto reddituale e, conseguentemente, (ii) comprendere se il medesimo possa condizionare, e se sì, in che termini, la rappresentazione del rapporto di concambio originariamente determinata.

Acclarato che Impianti Astico, nel caso di mancata fusione, dovrà accogliere a conto economico i maggiori oneri sopra definiti per ogni annualità di esercizio, va identificato un arco temporale di riferimento in quanto Impianti Astico medesima necessariamente proseguirà nel tempo con la propria attività aziendale. Il Prof. Farinon, nel proprio elaborato peritale estimativo, con riferimento ai flussi finanziari futuri, ha prospettato una prosecuzione dell'attività aziendale fino all'anno **2043** per il ramo idroelettrico e fino all'anno **2039** per il ramo idrico; nel caso che qui ci occupa, in ossequio ad un sano principio di prudenza così da rendere meno aleatoria la proiezione, abbiamo ritenuto di definire un periodo più breve facendo coincidere l'*ending point* con lo spirare degli incentivi di Legge riferibili alla produzione di energia da fonti rinnovabili (anno 2030). Abbiamo convenzionalmente ipotizzato altresì che l'annualità dalla quale Impianti Astico inizierà ipoteticamente a sostenere tali maggiori costi sia l'esercizio 2023 in quanto si presume, convenzionalmente, che, almeno fino al 31 dicembre 2022, Impianti Agno rimanga attiva e abbia quindi l'esigenza di mantenere operativo il contratto di rete che, allo stato, lega le



due società ripartendo tra le medesime i principali oneri di gestione. In sintesi: l'anno 2022 sarà decisivo (i) per il *closing* dell'operazione che, allo stato, vede coinvolte Impianti Agno Srl e Viacqua Spa, operazione che trasferirà le reti e le infrastrutture idriche di proprietà della prima a beneficio della seconda; (ii) per comprendere se la fusione tra Impianti Astico Srl e Impianti Agno Srl avrà sèguito, o meno; (iii) per prendere atto, pragmaticamente, degli scenari che, stante le rigide prescrizioni del D.Lgs. 175/2016 così come modificato dal D.Lgs. 100/2017, Impianti Agno Srl necessariamente dovrà pianificare per il proprio futuro societario a breve termine.

Risultando necessario rappresentare eventi prospettici futuri di profilo economico-reddituale, va da sé come, così come puntualmente definito dal Prof. Farinon nel proprio elaborato peritale, sia assolutamente necessario procedere con l'utilizzo di un algoritmo di attualizzazione dei valori espressi così da renderli comparabili, anche temporalmente, nel contesto dello *starting point*. Per omogeneità valutativa, abbiamo ritenuto di utilizzare il medesimo tasso *[i]* del quale si è avvalso il Prof. Farinon: egli, con riferimento al ramo idroelettrico, ha ritenuto coerente un tasso pari al 8,10% mentre per il ramo idrico ha utilizzato un tasso pari al 3,69%. Nel caso che qui ci occupa, ispirati, come detto, da un principio di sana prudenza, abbiamo ritenuto di utilizzare il valore più elevato il quale, come noto, comprime in modo più energico l'entità dei maggiori oneri prospettici che Impianti Astico Srl dovrà sostenere nel caso in cui la nota fusione non avesse corso.

La proiezione numerica applicativa di quanto finora rappresentato è la seguente (valori in Euro):

	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
maggior costo riassetto personale	98.631	91.241	84.404	78.079	72.229	66.817	61.810	57.179
maggior costo da contratto di rete	13.206	12.216	11.301	10.454	9.671	8.946	8.276	7.656
acquisizione cespiti aziendali	5.978	0	0	0	0	0	0	0
	117.815	103.457	95.705	88.534	81.900	75.763	70.086	64.834



Nell'ovvietà precisiamo che i primi due addendi (maggior costo del personale e maggior costo da contratto di rete) diminuiscono negli esercizi successivi al 2023 in forza del citato processo di attualizzazione che identifica il 2023 come *starting-point*; l'onere riferibile all'acquisizione dei cespiti aziendali è *one-shot* nel 2023.

Il totale dei maggiori costi, attualizzato, che Impianti Astico dovrà sostenere nell'arco temporale 2023 => 2030 qualora la fusione con Impianti Agno non avesse corso, è il seguente (valori in Euro):

Totale costo attualizzato del periodo	698.094
--	----------------

Va ora compreso se detto valore possa condizionare, e se sì, in che termini, la rappresentazione del rapporto di concambio originariamente determinato.

Riteniamo non vi sia più alcun dubbio sul concreto aggravamento dei costi a carico di Impianti Astico nel caso di mancata aggregazione con Impianti Agno; trattasi di elementi (tali maggiori costi), così come richiesto dalla Decisione di Giunta del Comune di Thiene del 9 febbraio 2022, (i) oggettivamente verificati; (ii) certi; (iii) la cui successiva verifica può essere empiricamente accertata, addirittura *ora per allora*. D'altro canto, se viene, come è corretto, condiviso il valore delle perizie Farinon le quali, nel caso di Impianti Astico, contemplano il reddito che la società genererà fino al 2043, riteniamo che, ancor più, l'agglomerato dei maggiori costi prospettici a carico di Impianti Astico possa implicitamente definirsi coerente con la valutazione complessiva che ci apprestiamo a rappresentare.

Non v'è nemmeno più alcun dubbio che, nell'analisi di convenienza economico-reddituale riferibile all'ipotizzata fusione, l'agglomerato attualizzato dei maggiori oneri prospettici a carico di Impianti Astico Srl, possa rappresentare un addendo, con tutta probabilità non dirimente ma, assolutamente significativo. Secondo un profilo di contro-fattualità esiste la



certezza che, qualora detta fusione non si realizzasse, Impianti Astico dovrà sostenere, nell'arco temporale definito, maggiori costi, attualizzati al 2023, per Euro 698.094; ne consegue che, al contrario, se detta fusione avesse efficacia, tali oneri rappresenterebbero, rispetto allo scenario contro-fattuale, minori costi (o, per meglio dire, costi **evitati**); e, conseguentemente, tali minori oneri, attribuibili al processo di fusione, potrebbero, in una logica *to be*, implementare il valore peritale attribuito ad Impianti Agno Srl ed utilizzato per la definizione del concambio originariamente determinato e ciò in quanto il nesso causa-effetto (fusione => economie di gestione) pare empiricamente acclarato.

In sintesi, i valori potrebbero essere così rappresentati (valori in Euro):

Perizia Farinon		
valore Astico	9.468.737	83,20%
valore Agno	1.912.137	16,80%
Totale	11.380.874	

Maggiori oneri di gestione a carico di Impianti Astico	698.094
--	---------

Valore Impianti Agno	
valore perizia Farinon	1.912.137
maggiori oneri di gestione a carico di Impianti Astico	698.094
Totale valore Impianti Agno	2.610.231

Ipotesi concambio rettificato		
valore Astico	9.468.737	78,39%
valore Agno	2.610.231	21,61%
	12.078.968	

5. Conclusioni: il parere professionale

I valori economici peritali elaborati dal Prof. Farinon, pur necessariamente fondati su principi di generalità ed astrattezza, sono assolutamente condivisibili; l'approccio valutativo intrapreso è peraltro pienamente accettato dalla dottrina maggioritaria; ne consegue che



l'originaria definizione del rapporto di concambio va, senza dubbio, razionalmente apprezzata.

Ma ciò non toglie che, nel contesto dell'analisi di convenienza riferibile ad un processo di aggregazione societaria, possano essere considerate anche (i) le efficienze conseguibili dall'operazione straordinaria e (ii) le sinergie attese conseguenti all'operazione straordinaria medesima.

Senza ripercorrere analiticamente gli evidenti vantaggi, ben noti ai più, in capo ad Impianti Astico Srl e riferibili alla fusione qui in esame quali (i) la possibilità di acquisire ulteriori centrali idroelettriche ad un giusto prezzo senza alcun esborso di profilo finanziario essendoci esclusivamente uno *scambio* di quote; (ii) la perimetrazione nel proprio conto economico dei ricavi aggiuntivi derivanti dalle centrali idroelettriche ex Impianti Agno riducendo così l'impatto dei costi fissi aziendali ed implementando la redditività generando significative economie di scala e sinergie, endo ed extra, gestionali (penetrazione in produttivi territori ricchi d'acqua potenzialmente adatti ad ospitare nuovi investimenti), **l'analisi va necessariamente orientata anche sugli effetti reddituali generati dalla potenziale mancata aggregazione.**

Per tale ragione riteniamo che i “maggiori costi evitati” a carico di Impianti Astico Srl, qualora la fusione con Impianti Agno Srl avesse corso, possano essere considerati nella definizione del rapporto di concambio così come prospettato nella presente relazione.

A conforto di tale assunto rileviamo che (i) lo scostamento tra i rapporti di concambio esaminati pare non essere dirimente e, conseguentemente, (ii) esiste piena coerenza con la valutazione originaria espressa dal Prof. Farinon.

Riteniamo, peraltro, che tale evenienza, ragionevolmente strategica, legittima e di profilo convenzionale, possa essere puntualmente rappresentata, sia patrimonialmente sia redditualmente, anche al cosiddetto *esperto* il quale, come da disposizione del nostro Codice Civile (art. 2501



sexies), dovrà esprimersi sulla bontà del definitivo rapporto di concambio pattuito tra le due società oggetto di fusione.

Restando a disposizione per quanto ritenuto necessario o anche solo opportuno ed in attesa di un Tuo cortese cenno, Ti saluto cordialmente.

10

Dott. Cristiano Eberle