ALLEGATO C

Relazione del Consiglio di Amministrazione di Erg Power & Gas S.p.A.

ai sensi degli articoli 2506-*ter* e 2501-*quinquies* del codice civile

relativo all'operazione di scissione parziale di

ERG Power & Gas S.p.A.

a favore di

ENERTAD S.p.A.

ERG Power & Gas SpA
Via V. Brancati, 60 00144 Roma Tel 06 5009921 Fax 06 5017916
SP ex SS 114, Km 144 96010 Priolo G. (SR) Tel 0931 739111 Fax 0931 761896
www.erg.it
Sede Legale: Via V. Brancati, 60 00144 Roma Cap. Soc. € 10.000.000 I.V. R.E.A. Roma 1038556 Reg. Impr. RM, Cod. Fisc. e P. IVA 01332460996
Società soggetta all'attività di direzione e coordinamento dell'unico socio ERG SpA

Signori Soci,

siete stati convocati in assemblea per deliberare in merito al progetto di scissione parziale di ERG Power & Gas S.p.A. ("**ERG P&G**") a favore di Enertad S.p.A. ("**Enertad**"), redatto ai sensi degli artt. 2506-*bis* e 2501-*ter* codice civile (il "**Progetto di Scissione**").

La presente relazione (la "**Relazione**") illustra, sotto il profilo giuridico ed economico, il Progetto di Scissione e, in particolare, il rapporto di cambio delle azioni delle società partecipanti alla scissione, in conformità a quanto disposto dagli artt. 2506-*ter* e 2501-*quinquies* codice civile.

*** *** ***

1. ILLUSTRAZIONE DELL'OPERAZIONE E MOTIVAZIONE DELLA STESSA

1.1 Illustrazione dell'operazione

Nel mese di ottobre 2007, ERG P&G (società interamente controllata da ERG S.p.A.) e Acciona Eolica CESA S.L. (Gruppo Acciona) hanno di comune accordo sciolto la *joint venture* che li legava nel settore della produzione di energia elettrica da fonte eolica. Per effetto di tale decisione, la società ERG Cesa Eolica S.p.A.(società controllata in modo paritetico da ERG P&G e da Acciona Eolica CESA S.L.) è cessata in seguito alla scissione totale divenuta efficace in data 1 febbraio 2008 ed il suo patrimonio è stato interamente suddiviso in due compendi di eguale valore economico, assegnati a due società beneficiarie interamente detenute, rispettivamente, da ERG P&G e da Acciona Eolica CESA Italia S.r.l..

L'azionista di controllo ERG S.p.A. ha da tempo comunicato che tra gli obiettivi strategici del Gruppo ERG vi è, tra l'altro, la concentrazione delle attività relative alla produzione di energia elettrica da fonti rinnovabili in un'unica società. Nell'ambito di tale strategia, ERG S.p.A. ha comunicato l'intenzione di proporre alla propria controllata Enertad un'operazione volta all'integrazione in quest'ultima delle attività nel settore delle energie rinnovabili gestite attraverso ERG P&G, con l'obiettivo di perfezionare le relative operazioni entro i primi sei mesi del 2008.

L'operazione conseguentemente definita tra ERG P&G ed Enertad - e proposta nel Progetto di Scissione - è la scissione parziale di ERG P&G (società scissa) a favore di Enertad S.p.A. (società beneficiaria) ai sensi degli artt. 2506 e seguenti del codice civile (la "**Scissione**").

Mediante la Scissione, ERG P&G assegnerà una parte del proprio patrimonio, rappresentato da partecipazioni nel settore delle energie rinnovabili, a Enertad, e quest'ultima assegnerà proprie azioni di nuova emissione ad ERG S.p.A., socio unico di ERG P&G.

La Scissione sarà perfezionata sulla base dei bilanci di esercizio al 31 dicembre 2007, approvati rispettivamente dall'assemblea di ERG P&G in data 23.04.08 (redatto in base ai principi contabili italiani conformemente a quanto previsto dall'art. 2501-quater, comma secondo, codice civile), e dall'assemblea di Enertad in data 22.04.08 (redatto in base ai principi contabili IAS conformemente a quanto previsto dall'art. 2501-quater, comma secondo, codice civile).

Gli elementi patrimoniali oggetto di assegnazione comprendono, come accennato, le partecipazioni detenute da ERG P&G nel capitale sociale di alcune società attive nel settore della produzione di energia elettrica da fonti rinnovabili, in particolare eolica e

idrica. Per la descrizione degli elementi patrimoniali oggetto di assegnazione a Enertad si rinvia al successivo Paragrafo 2.1.

Ad esito della Scissione il patrimonio netto contabile di ERG P&G varierà da Euro 69.126.923,64 a Euro 44.665.862,64 e tale riduzione sarà imputata:

- al Capitale Sociale per Euro 3.500.000,00 (tremilioni e cinquecentomila);
- alle Riserve di Patrimonio Netto per Euro 20.961.061,00 (ventimilioni novecentosessantunomila e sessantuno) tenuto anche conto dei criteri di trasferibilità delle riserve previsti dalla vigente normativa fiscale in relazione ad operazioni di scissione.

Ad esito della Scissione il patrimonio netto contabile di Enertad varierà da Euro 129.750.542,42 a Euro 154.211.603,42. Tale aumento avverrà mediante emissione di n. 37.789.734 nuove azioni Enertad a servizio della Scissione. Per la descrizione della variazione del patrimonio netto contabile di ERG P&G e di Enertad si rinvia al successivo Paragrafo 2.2.

Come accennato, a fronte dell'assegnazione di parte del patrimonio di ERG P&G, e annullamento di n 350.000 azioni di ERG P&G, saranno assegnate ad ERG S.p.A., socio unico della società scissa ERG P&G, n. 37.789.734 azioni di Enertad di nuova emissione, in base al rapporto di cambio determinato dal consiglio di amministrazione di ERG P&G e dal consiglio di amministrazione di Enertad. Per la descrizione dei criteri di determinazione del rapporto di cambio si rinvia al successivo Paragrafo 3.

Per effetto della Scissione la compagine azionaria di ERG P&G resterà immutata mentre la compagine azionaria di Enertad subirà delle modificazioni, risultando incrementata la partecipazione detenuta dal socio di controllo ERG S.p.A.. Per la composizione dell'azionariato di ERG P&G e di Enertad all'esito della Scissione, si rinvia al successivo Paragrafo 5.

Con l'approvazione del Progetto di Scissione l'assemblea straordinaria dei soci di ERG P&G e l'assemblea straordinaria dei soci di Enertad sono chiamate a deliberare in relazione all'approvazione delle modifiche da apportare agli statuti delle società coinvolte, derivanti dal perfezionamento della Scissione. I testi integrali dello statuto di ERG P&G e di Enertad con evidenza delle modifiche proposte sono acclusi al Progetto di Scissione rispettivamente quale Allegato A e Allegato B.

1.2 Motivazioni dell'operazione

La Scissione permette di conseguire una serie di obiettivi di primaria importanza:

(i) l'integrazione di due importanti realtà nel settore della produzione di energia elettrica da fonti rinnovabili all'interno del Gruppo ERG e il conseguente rafforzamento della posizione di Enertad nel panorama nazionale ed europeo;

(ii) i benefici derivanti da una gestione unitaria e il perseguimento delle linee strategiche nel settore gas naturale e nella produzione termoelettrica previste dal Piano Industriale 2008-2011 di ERG P&G.

La Scissione proposta oltre a comportare l'integrazione delle attività nel settore eolico e idriche del Gruppo ERG in Enertad, con la conseguente razionalizzazione di tali attività - per una descrizione dettagliata del compendio di beni che saranno assegnati a Enertad per effetto della Scissione si rinvia al successivo Paragrafo – promuoverà Enertad quale punto

di riferimento delle attività esercitate dal Gruppo ERG nel settore della produzione di energia elettrica da fonti rinnovabili.

Mediante la Scissione Enertad diverrà, pertanto, lo strumento per il perseguimento delle strategia di crescita del Gruppo nel mercato delle energie rinnovabili in Italia e all'estero, mentre ERG P&G potrà perseguire i propri obiettivi di sviluppo nel mercato dell'energia elettrica e del gas attraverso anche la propria rete commerciale di vendita.

La concentrazione delle attività del settore delle rinnovabili sotto il controllo di un'unica società consentirà, pertanto, benefici derivanti proprio da una gestione unitaria. In particolare potrà consentire, in ciascuna società interessata alla scissione, una maggiore concentrazione di risorse e di sforzi sul proprio "*core business*" ed una maggiore specializzazione anche grazie ad una piena autonomia operativa oltre a dare maggiore spazio al perseguimento di strategie differenziate, il tutto in un quadro di conti economici e processi di autofinanziamento pienamente autonomi.

In tale ottica, ERG P&G, potrà, a seguito della scissione, concentrarsi sulle proprie attività rendendole più efficienti accrescendone la profittabilità per mezzo anche di importanti sinergie operative mirate; oltre a concentrarsi su infrastrutture e accordi di approvvigionamento per valorizzare la filiera elettrica e del gas, ERG P&G potrà perseguire le proprie linee strategiche di crescita nel campo dell'energia elettrica e del gas, creando un solido portafoglio di clienti finali.

2. DESCRIZIONE DEGLI ELEMENTI PATRIMONIALI DA TRASFERIRE

2.1 Descrizione degli elementi patrimoniali da trasferire

Per effetto della Scissione saranno trasferite a Enertad tutte le partecipazioni detenute da ERG P&G in società attive nel settore della produzione di energia elettrica da fonti rinnovabili. In particolare, tali partecipazioni possono essere suddivise in due gruppi, sulla base del tipo di fonte utilizzata per la produzione di energia: quella eolica e quella idrica (acqua fluente) (il "**Compendio Scisso**").

Più in dettaglio il Compendio Scisso include, quanto al settore eolico, la partecipazione totalitaria nella controllata ERG Eolica S.r.l., con sede in Roma, via Vitaliano Brancati n. 60, capitale sociali pari a Euro 5.500.000,00, cod. fisc. 09818391006, costituita in data 1 febbraio 2008 per effetto della scissione totale non proporzionale di ERG Cesa Eolica S.p.A ed iscritta nel bilancio di ERG P&G ad un valore pari a Euro 18.560.000,00. ERG Eolica S.r.l. detiene, fra l'altro, delle partecipazioni in società-progetto costituite per lo sviluppo e la costruzione di impianti di produzione di energia elettrica da fonte eolica. In particolare, ERG Eolica S.r.l. detiene le partecipazioni nelle società-progetto di seguito indicate:

- Partecipazione totalitaria in ERG Eolica Calabria S.r.l., avente sede in Cosenza, Via Bendicenti, capitale sociale pari a Euro 10.000,00, cod. fisc. 02892940780 società titolare del progetto per un parco eolico ubicato nel Comune di Mesoraca (KR);
- Partecipazione totalitaria in ERG Eolica Fossa del Lupo S.r.l., (al 31.12.2007 denominata ERG Cesa Calabria S.r.l. e così ridenominata dall'Assemblea straordinaria del 05.02.2008) avente sede in Cosenza, Via Bendicenti, capitale sociale pari a Euro 50.000,00, cod. fisc. 02852740923 società titolare del progetto per un parco eolico ubicato nel Comune di Fossa del Lupo (CZ);

- Partecipazione totalitaria in Green Vicari S.r.l., avente sede in Roma, Via XX Settembre 1, capitale sociale pari a Euro 119.000,00, cod. fisc. 01446530493 società titolare del progetto per un parco eolico ubicato nel Comune di Vicari (PA);
- Partecipazione pari al 98% in a ERG Eolica Basilicata S.r.l., avente sede in Roma, Via Vitaliano Brancati 60, capitale sociale pari a Euro 38.000,00, cod. fisc. 09753231001 società titolare di progetti per tre parchi eolici ubicati nei Comuni di Palazzo S. Gervasio (PZ), di Calvera (PZ) e di Aliano (MT);
- Partecipazione pari al 30% in VCC Abruzzo S.r.l., avente sede in Celano (Aq), Via Oreste Ranelletti, capitale sociale pari a Euro 10.000,00, cod. fisc. 01602410662 società del progetto per un parco eolico ubicato nel Comune di Parco di Bolognano (PE);
- Partecipazione pari al 30% in VCC Agrigento S.r.l., avente sede in Celano (Aq), Via Oreste Ranelletti, capitale sociale pari a Euro 12.000,00, cod. fisc. 01578130666 società del progetto per un parco eolico ubicato nel Comune di Palma di Montechiaro (AG);
- Partecipazione pari al 30% in VCC Agrigento 2 S.r.l., avente sede in Celano (Aq), Via Oreste Ranelletti, capitale sociale pari a Euro 10.000,00, cod. fisc. 01602360669 società titolare del progetto per un parco eolico ubicato nel Comune di Montevago (AG); e
- Partecipazione pari al 30% in VCC Enna S.r.l., avente sede in Celano (Aq), Via Oreste Ranelletti, capitale sociale pari a Euro 10.000,00, cod. fisc. 01602490664 società titolare del progetto per un parco eolico ubicato nel Comune di Assoro (EN).

Sempre con riferimento al settore eolico, fanno capo a ERG P&G le seguenti ulteriori partecipazioni:

- Partecipazione pari al 99% in Eolico Agira S.r.l., avente sede in Roma, Via Vitaliano Brancati 60, capitale sociale pari a Euro 20.000,00, cod. fisc. 09167381004 società titolare del progetto per un parco eolico ubicato nel Comune di Agira (EN).La partecipazione in Eolico Agira S.r.l. risulta iscritta nel Bilancio di ERG P&G ad un valore pari a Euro 166.800,00;
- Partecipazione pari al 99% in Eolico Mirabella S.r.l., avente sede in Roma, Via Vitaliano Brancati 60, capitale sociale pari a Euro 20.000,00, cod. fisc. 09167391003 società titolare del progetto per un parco eolico ubicato nel Comune di Mirabella (CT). La partecipazione in Eolico Mirabella S.r.l. risulta iscritta nel Bilancio di ERG P&G ad un valore pari a Euro 92.800,00;
- Partecipazione pari al 99% in Eolico Palagonia S.r.l., avente sede in Roma, Via Vitaliano Brancati 60, capitale sociale pari a Euro 20.000,00, cod. fisc. 09167411009 società titolare del progetto per un parco eolico ubicato nel Comune di Palagonia (CT). La partecipazione in Eolico Palagonia S.r.l. risulta iscritta nel Bilancio di ERG P&G ad un valore pari a Euro 204.800,00;
- Partecipazione pari al 99% in Eolico Ramacca S.r.l., avente sede in Roma, Via Vitaliano Brancati 60, capitale sociale pari a Euro 20.000,00, cod. fisc. 09167431007 società titolare del progetto per un parco eolico ubicato nel Comune di Ramacca (CT). La partecipazione in Eolico Ramacca S.r.l. risulta iscritta nel Bilancio di ERG P&G ad un valore pari a Euro 449.800,00;

- Partecipazione pari al 99% in Eolico Troina S.r.l., avente sede in Roma, Via Vitaliano Brancati 60, capitale sociale pari a Euro 20.000,00, cod. fisc. 09167441006 società titolare del progetto per un parco eolico ubicato nel Comune di Troina (EN). La partecipazione in Eolico Troina S.r.l. risulta iscritta nel Bilancio di ERG P&G ad un valore pari a Euro 234.800,00.

Sono infine ricomprese nel Compendio Scisso le seguenti partecipazioni in società attive nella produzione di energia elettrica da fonte idrica:

- Partecipazione totalitaria in Ecopower S.r.l., avente sede in Genova, via De Marini, 1, capitale sociale pari Euro 10.800,00, cod. fisc. 02266180120. La società gestisce centrali idroelettriche, ubicate nei Comuni diNovara, Galliate, Trecate e Romentino. La partecipazione in Ecopower S.r.l. risulta iscritta nel bilancio di ERG P&G ad un valore pari a Euro1.751.902,03;

- Partecipazione di maggioranza in I.S.E.A. S.r.l., pari al 90% del capitale sociale; I.S.E.A. S.r.l., avente sede in Genova, via De Marini, 1, capitale sociale pari Euro 51.000,00, cod. fisc. 01447920032, è una società che gestisce tre centrali idroelettriche ubicate nei Comuni di Cilavegna, Langosco e Confienza. La partecipazione in I.S.E.A. S.r.l. risulta iscritta nel bilancio di ERG P&G ad un valore pari a Euro 3.000.158,77.

Nella prospettiva di fornire tutti gli elementi utili ad una più completa ed esaustiva valutazione della Scissione, si propone una sintetica descrizione delle attività esercitate dalle principali società le cui partecipazioni sono oggetto di assegnazione.

ERG Eolica S.r.l.

ERG Eolica S.r.l. è titolare del parco eolico di Pian dei Corsi, in provincia di Savona, già in esercizio, con una potenza di 1,6 MW.

Tra le società veicolo sopra indicate facenti capo a ERG Eolica S.r.l. si ricordano in particolare le seguenti, titolari di parchi eolici la cui entrata in esercizio è prevista entro il 2011: (i) Green Vicari S.r.l., titolare del parco eolico ubicato nel Comune di Vicari, in provincia di Palermo, già autorizzato per una potenza di 37,5 MW; in relazione al parco di Vicari si ricorda che è stato iniziato l'iter autorizzativo per un suo ampliamento con l'aggiunta di ulteriori 11,90 MW di potenza installabile; (ii) ERG Eolica Fossa del Lupo S.r.l., titolare del parco eolico di Fossa del Lupo, in provincia di Catanzaro, già autorizzato per una potenza di 110 MW e (iii) ERG Eolica Calabria S.r.l., titolare del parco eolico ubicato nel Comune di Mesoraca, in provincia di Crotone, il cui iter autorizzativo è in stato molto avanzato, avendo ottenuto il Decreto di V.I.A. per l'installazione di 9 aerogeneratori di potenza ricompresa tra 1,5 e 3 MW ciascuno.

ERG Eolica S.r.l. è inoltre titolare di alcuni progetti di parchi eolici in fase di sviluppo, non ancora confluiti in apposite società veicolo, ubicati nelle Regioni Sicilia, Basilicata e Puglia.

Si ricorda infine che sulla base della situazione patrimoniale della società ERG Cesa Eolica S.p.A.. al 31.12.2007 il ramo di competenza di ERG Power & Gas che ha dato successivamente luogo alla costituzione di ERG Eolica S.r.l., secondo i criteri stabiliti nel progetto di scissione del 4 ottobre 2007, deteneva un indebitamento finanziario netto di Euro 11,2 milioni così costituito:

- Debito finanziario verso ERG Power & Gas Euro 51,1 milioni (inclusi gli interessi maturati fino al 31.12.2007);

- Credito finanziario verso Green Vicari S.r.l. Euro 26,2 milioni (inclusi gli interessi maturati fino al 31.12.2007);
- Credito finanziario verso ERG Cesa Calabria S.r.l. (ora ERG Eolica Fossa del Lupo S.r.l.) Euro 13,7 milioni (inclusi gli interessi maturati fino al 31.12.2007);
- Credito finanziario verso ERG Eolica Calabria S.r.l. Euro 0,03 milioni (inclusi gli interessi maturati fino al 31.12.2007).

Ecopower S.r.l.

La società gestisce una centrale idroelettrica, alimentata dai canali gestiti dall'Associazione Irrigua Est Sesia. La società è inoltre titolare della concessione per la riattivazione e la gestione di altre cinque centrali idroelettriche, tutte alimentate dai canali gestiti dall'Associazione Irrigua Est Sesia.

ISEA S.r.l.

La società gestisce tre centrali idroelettriche ubicate nei Comuni di Cilavegna, Langosco e Confienza, alimentate dai canali gestiti dall'Associazione Irrigua Est Sesia.

Tenuto conto di quanto sopra, e delle situazioni patrimoniali al 31 dicembre 2007 di tutte le società comprese nel Compendio Scisso, risulta che la posizione finanziaria netta proforma al 31 dicembre 2007 del Compendio Scisso è di 78,9 milioni.

2.2 Variazione del patrimonio netto della società scissa e della società beneficiaria

Ad esito della scissione il patrimonio netto contabile di ERG P&G varierà da Euro 69.126.923,64 a Euro 44.665.862,64, e tale riduzione sarà imputata:

- al Capitale Sociale per Euro 3.500.000,00 (tremilioni e cinquecentomila);
- alle Riserve di Patrimonio Netto per Euro 20.961.061,00 (ventimilioni novecentosessantunomila e sessantuno) tenuto anche conto dei criteri di trasferibilità delle riserve previsti dalla vigente normativa fiscale in relazione ad operazioni di scissione.

Ad esito della Scissione il patrimonio netto contabile di Enertad varierà da Euro 129.750.542,42 a Euro 154.211.603,42. Tale aumento avverrà mediante emissione di n. 37.789.734 nuove azioni Enertad a servizio della Scissione.

Laddove, nel periodo intercorrente tra la data di riferimento presa da base per la redazione del Progetto di Scissione e la Data di Efficacia della Scissione, dovessero intervenire differenze tra (a) i valori contabili delle partecipazioni oggetto di Scissione alla data del 31 dicembre 2007 e (b) i corrispondenti valori contabili alla Data di Efficacia della Scissione, le differenze medesime verranno compensate mediante debiti e crediti, ad eccezione delle differenze derivanti da eventuali rivalutazioni del valore contabile delle partecipazioni stesse.

Ai sensi dell'art. 2506-*ter*, secondo comma, codice civile, si attesta che il valore effettivo del patrimonio netto assegnato a Enertad in dipendenza della Scissione è almeno pari al relativo valore contabile che, al 31 dicembre 2007, ammonta a Euro 24.461.061,00.

3. CRITERI DI DETERMINAZIONE DEL RAPPORTO DI CAMBIO

Enertad, a fronte dell'assegnazione, in sede di Scissione, del Compendio Scisso, aumenterà il proprio capitale da Euro 94.876.941,00 a Euro 132.666.675,00, mediante l'emissione di n. 37.789.734 nuove azioni che saranno assegnate a ERG S.p.A. in base al rapporto determinato dal consiglio di amministrazione di ERG P&G e dal consiglio di amministrazione di Enertad (il "**Rapporto di Cambio**").

Nella determinazione del Rapporto di Cambio, il Consiglio di Amministrazione di ERG P&G, sulla base della Fairness opinion e il documento di valutazione prodotto da Rothschild per ERG S.P.A. si è basato tra l'altro, sui seguenti documenti:

- Bilancio, civilistico e consolidato di Enertad approvato dagli organi competenti, corredato dalle relazioni sulla gestione, dalle relazioni del Collegio Sindacale e dalle relazioni di revisione contabile, ove richieste dalla normativa vigente, per l'esercizio 2007;
- Progetto di scissione di ERG CESA Eolica S.p.A. approvato dall'Assemblea Straordinaria l'11 ottobre 2007;
- Documentazione relativa alla posizione finanziaria netta pro-forma al 31 dicembre 2007 del Compendio Scisso;
- Piani industriali 2008-31 di Enertad e del Compendio Scisso.

Con riferimento ai criteri di valutazione utilizzati, si specifica che l'obiettivo ultimo dell'attività valutativa effettuata è rappresentato dalla determinazione del Rapporto di Cambio. Sulla base di tale assunto, la finalità delle valutazioni effettuate non è stata la stima in termini assoluti del valore del capitale economico di Enertad e del Compendio Scisso, quanto piuttosto l'ottenimento di valori confrontabili in fase di determinazione del Rapporto di Cambio. Tale principio si è tradotto nella selezione di criteri e metodi che corrispondessero ad una medesima logica valutativa e risultassero più appropriati per le società oggetto di valutazione – tenuto conto comunque delle diversità che le caratterizzano – al fine di proporre valori confrontabili per le entità oggetto di valutazione.

I valori presi in esame sono stati assunti in ipotesi di continuità gestionale e alla luce di elementi di previsione ragionevolmente ipotizzabili, senza tener conto del verificarsi di accadimenti straordinari. In particolare le analisi valutative sono state basate sulle informazioni e condizioni di mercato e regolamentari conosciute alla data di effettuazione delle stesse. Tali valori non riflettono sinergie strategiche, operative e finanziarie attese dalla Scissione.

A tale riguardo, ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio è stata utilizzata una unica metodologia principale, ovvero la metodologia DCF (Discounted Cash Flow), che peraltro risulta essere quella maggiormente utilizzata in Italia e all'estero per operazioni di tale natura nel settore delle energie rinnovabili, caratterizzato da sistemi di incentivi a lungo termine e vita utile pre-definita dei progetti.

La metodologia di valutazione DCF 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.

$$W = \sum_{t=1}^{n} \frac{FC_t}{(1+WACC)^t} + \frac{VT}{(1+WACC)^n} - DF_{t0}$$

dove:

W	=	Valore del capitale economico
FC_t	=	Flusso di cassa annuale atteso nel periodo t
VT	=	Valore terminale
DF_{t0}	=	Debito finanziario netto, interessi di terzi e altri aggiustamenti al momento t=0
N	=	Numero dei periodi 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 e ipotizza che tale azienda o attività economica sia un'entità in esercizio per un periodo di durata ulteriore rispetto a quello esplicitato nei piani finanziari.

A tale riguardo la stima del valore terminale è stata effettuata ipotizzando, alla fine della vita utile di 20 anni dei parchi il cui sviluppo è previsto nell'orizzonte temporale dei piani economico-finanziari, una nuova costruzione *ex novo* dei parchi eolici sugli stessi siti. Tale valore terminale è stato pertanto ipotizzato pari al valore attuale dei flussi di cassa derivanti da tali parchi eolici nell'arco della loro vita utile, prudenzialmente ponderato con un tasso di successo del 50%.

Il costo medio ponderato del capitale rappresenta la media ponderata (sulla base della struttura finanziaria obiettivo della società o dell'attività economica) del costo delle forme di finanziamento utilizzate (capitale di rischio e capitale di debito al netto degli effetti fiscali):

$$WACC = Kd(1-t)\frac{D}{D+E} + Ke\frac{E}{D+E}$$

dove:

Kd	=	Costo del capitale di debito
Ke	=	Costo del capitale di rischio
D	=	Capitale di debito
E	=	Capitale di rischio
T	=	Aliquota fiscale

In particolare, il costo del capitale di debito rappresenta il tasso di finanziamento a lungo termine applicabile a società o attività economiche di simile rischiosità al netto dell'effetto fiscale. Il costo del capitale di rischio riflette invece il rendimento atteso dall'investitore,

tenuto conto del rischio relativo, calcolato sulla base della teoria del cosiddetto Capital Asset Pricing Model che è espresso attraverso la seguente formula:

$$K_e = R_f + \beta(R_m - R_f)$$

dove:

K_e	=	Costo del capitale di rischio
$\hat{A}$	=	Coefficiente che misura la correlazione tra i rendimenti attesi dell'investimento considerato e i rendimenti attesi del mercato azionario di riferimento
R_f	=	Tasso di rendimento atteso su investimenti privi di rischio
R_m	=	Rendimento atteso su investimenti azionari del mercato azionario di riferimento
$(R_m - R_f)$	=	Premio di rendimento richiesto dal mercato azionario di riferimento rispetto ad investimenti privi di rischio (R_f)

Nell'applicazione della metodologia del *Discounted Cash Flow*, nella logica di determinazione del valore fondamentale di Enertad e del Compendio Scisso è stato utilizzato il seguente approccio metodologico:

- si é fatto riferimento ai flussi di cassa risultanti dai piani economico-finanziari (Business Plan) elaborati da Enertad e da ERG P&G per il Compendio Scisso (periodo 2008-2031), per i parchi eolici la cui entrata in funzione è stata prevista entro il 2011, in linea con la durata della vita utile dei parchi eolici previsti nel piano. Le stime della producibilità degli impianti sono state elaborata dal management di Enertad e di ERG P&G sulla base di analisi effettuate da primari consulenti del settore
- la Pipeline post 2011 è stata valutata sulla base di un multiplo medio pari a EUR 0.3/MW ponderato per il fattore di successo, data la ridotta disponibilità di informazioni su tali progetti al momento nella fase iniziale di sviluppo. Tale multiplo risulta in linea con valori osservati in transazioni simili nel settore per progetti a tale stadio di sviluppo
- I flussi di cassa derivanti dai parchi eolici previsti nei piani economico-finanziari sono stati ponderati per fattori di successo omogenei per Enertad e per il Compendio Scisso che riflettono una stima del management del rischio autorizzativo specifico di ciascun progetto e della relativa la possibilità di realizzazione. Si riportano di seguito i fattori di successo applicati per categoria di parchi eolici previsti dai piani:
    - Parchi operativi: 100%
    - Parchi autorizzati: 75-100%
    - Parchi in fase autorizzativa la cui realizzazione è prevista entro il 2011: 60-70%

- Parchi in fase autorizzativa la cui realizzazione è prevista successivamente al 2011 (Pipeline post 2011): 20%

- il costo medio ponderato del capitale (WACC), ipotizzato compreso tra il 6% e 7%, riflette ipotesi coerenti con i benchmark di mercato relativi al costo del capitale di debito ed al costo del capitale di rischio (tasso di rendimento atteso sui rendimenti privi di rischio, coefficiente Beta, premio di rendimento richiesto dal mercato azionario), nonché con la struttura del capitale obiettivo dell'attività oggetto di valutazione;
- sono stati stimati i valori terminali ipotizzando alla fine della vita utile di ciascun parco eolico una nuova ricostruzione con un valore pari al valore attuale dei flussi stimati di ciascun parco eolico a cui viene applicata una ponderazione prudenziale del 50%;
- il valore economico attribuibile a Enertad e al Compendio Scisso è stato determinato sottraendo al valore attuale dei flussi di cassa incluso il valore terminale ("Valore delle attività") l'ammontare della posizione finanziaria netta. I flussi di cassa sono stati considerati già al netto delle interessenze dei soci di minoranza;
- le partecipazioni nel settore idroelettrico incluse del Compendio Scisso (100% di Ecopower S.r.l. e 90% in I.S.E.A. S.r.l.) sono state valorizzate sulla base del valore di carico nel bilancio di ERG P&G al 31 dicembre 2007;
- l'attività di Enertad nel settore idrico non è stata valorizzata data la sua scarsa significatività.

Sulla base della metodologia DCF, applicata ai flussi finanziari consolidati, si è pervenuti ad una valutazione di Enertad e del Compendio Scisso, in base a un WACC tra il 6 e il 7 %, compresa nei *range* di seguito indicati:

- *Enterprise value* di Enertad compreso tra Euro 395 milioni ed Euro 473 milioni;
- *Enterprise value* del Compendio Scisso compreso tra Euro 188 milioni ed Euro 225 milioni.

Sottraendo le rispettive Posizioni finanziari nette al 31.12.2007, i *range* di valutazioni in termini di *Equity value* risultano essere i seguenti:

- *Equity value* di Enertad compreso tra Euro 284 milioni ed Euro 361 milioni
- *Equity value* del Complesso Scisso compreso tra Euro 109 milioni ed Euro 146 milioni.

In base ai *range* di *Equity value* sopra indicati, il numero di nuove azioni che dovrebbe essere emesso da Enertad in favore di Erg S.p.A. risulta essere compreso nell'intervallo di valutazione tra 36.5 milioni e 38.4 milioni di nuove azioni. Nell'ambito di tale *range* il numero di azioni di nuova emissione di Enertad è stato fissato in 37.8 milioni.

A conferma della ragionevolezza della stima compiuta, si è effettuata anche un'analisi basata sul metodo dei multipli di mercato di società europee operanti nel settore delle energie rinnovabili quali EDF Energies Nouvelles, Iberdrola Renovables, Theolia, Terna Energy, Boralex, Rokas e Babcock and Brown Wind Partner.

Il multiplo utilizzato come parametro di riferimento è stato l'Enterprise Value (EV)/EBITDA, calcolato per il periodo 2008F-2011F e applicato all'EBITDA di Enertad come indicato nel piano fornito da Enertad stessa.

Si è effettuata inoltre una comparazione sulla base dei multipli EV/MW risultanti dai piani industriali delle società comparabili.

Sulla base della metodologia dei multipli di mercato, applicata alle stime di EBITDA ponderato per i fattori di successo riportate dai piani economico-finanziari (incluso il settore idroelettrico), si è pervenuti ad una valutazione di Enertad e del Compendio Scisso, nei range indicati nella seguente tabella.

	Valore Economico del Capitale (€ milioni)	*Valore del Capitale Per Azione (€)*
	Enertad	*Compendio Scisso*
DCF	395-473	188-225
Multipli di transazione e di mercato	422-492	151-238

Si segnala, infine, che, nell'ambito delle proprie valutazioni, il Consiglio di Amministrazione ha incontrato le seguenti principali difficoltà di valutazione, emerse nel processo:

- utilizzo di dati previsionali elaborati da Enertad e da ERG P&G che, per loro natura, presentano elementi di incertezza;
- difficile prevedibilità dell'evoluzione del regime di incentivi, della normativa fiscale e della tempistica e dei costi dei piani di investimento.

Non è previsto alcun conguaglio in denaro.

Come previsto dagli artt. 2506-*ter*, terzo comma, e 2501-*sexies* del codice civile, la società di revisione Mazars & Guérard S.p.A., nominata dal Tribunale di Milano su istanza congiunta di Enertad e di ERG P&G, ha emesso, in data 21 maggio 2008, la relazione sulla congruità del Rapporto di Cambio.

4. DATA DI EFFICACIA DELLA SCISSIONE E DATA DI IMPUTAZIONE DELLE OPERAZIONI DELLA SOCIETÀ SCISSA AL BILANCIO DELLA SOCIETÀ BENEFICIARIA

La Scissione avrà effetto dall'ultima delle iscrizioni dell'atto di Scissione presso i competenti Registri delle Imprese, ovvero dalla successiva data eventualmente indicata nell'atto di Scissione (la "**Data di Efficacia della Scissione**").

A decorrere dalla Data di Efficacia della Scissione la società beneficiaria diverrà titolare di tutti i rapporti giuridici attivi e passivi inerenti gli elementi patrimoniali ad essa trasferiti, assumendo tutti i diritti, ragioni, azioni, obblighi e/o impegni ad essi connessi.

5. RIFLESSI TRIBUTARI DELL'OPERAZIONE

La scissione parziale avverrà a valori contabili, senza alcun rilievo fiscale in base a quanto previsto dall'art. 173 del Testo Unico delle Imposte sui Redditi approvato con il D.P.R. n. 917 del 22 dicembre 1986.

*** *** ***

Roma, 12 maggio 2008

Per il Consiglio di Amministrazione

L'Amministratore Delegato