ALLEGATO 2.2.3

ERG Power & Gas S.p.A. / ENERTAD S.p.A.

Progetto di Scissione parziale di ERG Power & Gas S.p.A. in ENERTAD S.p.A.

Relazione della società di revisione sulla congruità del rapporto di cambio delle azioni ai sensi dell'art. 2501-*sexies* come richiamato dall'art. 2506-*ter* del Codice Civile

Data di emissione rapporto	: 21 maggio 2008
Numero rapporto	: VMC/cpt – Rap. 616/2008

MAZARS & GUÉRARD

ERG Power & Gas S.p.A. / ENERTAD S.p.A.

Progetto di Scissione parziale di ERG Power & Gas S.p.A. in ENERTAD S.p.A.

Relazione della società di revisione sulla congruità del rapporto di cambio delle azioni ai sensi dell'art. 2501-*sexies* come richiamato dall'art. 2506-*ter* del Codice Civile

MAZARS

MAZARS

ERG POWER & GAS S.p.A.

ENERTAD S.p.A.

Relazione della società di revisione sulla congruità del rapporto di cambio delle azioni ai sensi dell'art. 2501-*sexies* come richiamato dall'art. 2506-*ter* del Codice Civile[1].

Previsioni e stime

La presente comunicazione contiene stime e calcoli previsionali circa Enertad S.p.A. ed il Compendio Scisso di ERG Power & Gas S.p.A. e le loro attività a Scissione conclusa. Queste informazioni di natura indicativa non rappresentano dati di fatto e comprendono le proiezioni e le stime finanziarie e i relativi assunti di base, le dichiarazioni concernenti piani, obiettivi e attese in relazione ad operazioni, prodotti e servizi futuri e le previsioni relative all'andamento economico-patrimoniale degli esercizi a venire. Sebbene il management delle Società ERG Power & Gas S.p.A. e ENERTAD S.p.A. consideri ragionevoli le attese rispecchiate da tali previsioni e stime, si avvisano gli investitori e i detentori di azioni delle Società interessate al Progetto di Scissione che tali dati sono soggetti a rischi spesso difficili da prevedere ed in genere al di fuori del controllo delle stesse Società le quali potrebbero determinare risultati e sviluppi sostanzialmente differenti da quelli esplicitamente o implicitamente descritti o calcolati nelle previsioni e stime in questione. Tali rischi e incertezze comprendono gli aspetti discussi o identificati nei documenti pubblici inviati dalle Società alla CONSOB. Eccetto i casi previsti dalle leggi applicabili, né ENERTAD S.p.A. né ERG Power & Gas S.p.A. si assumono alcun obbligo circa l'aggiornamento di tali stime e previsioni.

---

(1) *With respect to the CONSOB Communication N. 73063 of October 5, 2000 the above mentioned report, does not express an opinion on the fairness of the transaction, the value of the security, or the adequacy of consideration to shareholders, and therefore the issuance of this report would not impair the independence of Mazars & Guérard SpA under the U.S. independence requirements.*

MAZARS & GUERARD
CORSO DI PORTA VIGENTINA, 35 - 20122 MILANO
TEL +39 02 58 20 10 - FAX: +39 02 58 20 14 03 - www.mazars.it

SPA - CAPITALE SOCIALE DELIBERATO € 2.449.500,00 CAPITALE VERSATO € 2.433.500,00 - SEDE LEGALE: CORSO DI PORTA VIGENTINA, 35 - 20122 MILANO
REA N. 1059307 - COD. FISC. N. 01507630489 - P. IVA 09902570159 - AUTORIZZATA AI SENSI DI L. 1966/39 - REGISTRO DEI REVISORI CONTABILI GU 60/1997
ALBO SPECIALE DELLE SOCIETÀ DI REVISIONE CON DELIBERA CONSOB N° 10829 DEL 16/07/1997
UFFICI IN ITALIA: BOLOGNA - FIRENZE - MILANO - NAPOLI - PADOVA - PALERMO - ROMA - TORINO - UDINE

Praxity

MAZARS

ERG POWER & GAS S.p.A.

ENERTAD S.p.A.

Relazione della società di revisione sulla congruità del rapporto di cambio delle azioni ai sensi dell'art. 2501-*sexies* come richiamato dall'art. 2506-*ter* del Codice Civile[1].

Agli Azionisti di
ERG Power & Gas S.p.A. e Enertad S.p.A.

1. Motivo, oggetto e natura dell'incarico

In data 18 aprile 2008 siamo stati designati dal Tribunale Ordinario di Milano, quali esperti incaricati di redigere, ai sensi dell'art. 2501-*sexies* come richiamato dall'art. 2506-*ter* del Codice Civile, la relazione sulla congruità del rapporto di cambio relativo alla prevista Scissione parziale di ERG Power & Gas S.p.A. (ERG P&G) in ENERTAD S.p.A. (ENERTAD) quale beneficiaria, come risultante dal Progetto di Scissione parziale approvato dai Consigli di Amministrazione delle Società con deliberazioni assunte il 12 maggio 2008.

A tal fine, abbiamo ottenuto dalle "Società" il Progetto di Scissione corredato dalle apposite relazioni degli Amministratori, che indicano, illustrano e giustificano, ai sensi dell'art. 2501-*sexies* come richiamato dall'art. 2506-*ter* del Codice Civile, il rapporto di cambio delle azioni, nonché le situazioni patrimoniali di riferimento, redatte ai sensi dell'art. 2501-*quater*, costituite dai bilanci delle Società alla data del 31 dicembre 2007, approvati dalle assemblee ordinarie di ERG e di Enertad rispettivamente in data 23 Aprile 2008 e in data 22 Aprile 2008.

Il Progetto di Scissione sarà sottoposto all'approvazione delle convocande assemblee straordinarie degli Azionisti di entrambe le Società.

---

(1) *With respect to the CONSOB Communication N. 73063 of October 5, 2000 the above mentioned report, does not express an opinion on the fairness of the transaction, the value of the security, or the adequacy of consideration to shareholders, and therefore the issuance of this report would not impair the independence of Mazars & Guérard SpA under the U.S. independence requirements.*

Al fine di fornire agli azionisti idonee informazioni sul rapporto di cambio, la presente relazione indica i metodi seguiti dagli Amministratori per la sua determinazione e le difficoltà di valutazione dagli stessi incontrate; 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 a ciascuno di essi nonché sulla loro corretta applicazione.

Nell'esaminare i metodi di valutazione adottati dagli Amministratori, anche sulla base delle indicazioni dei loro *Consulenti*, non abbiamo effettuato una valutazione economica delle Società oggetto dell'operazione di Scissione. Tale valutazione è stata svolta esclusivamente dagli Amministratori delle Società e dai *Consulenti* da esse incaricati.

Inoltre in attuazione di quanto previsto dagli artt. 6 e 7 dei "Principi di Comportamento per l'effettuazione di operazioni con parti correlate" adottati dalle Società e, più in generale dal Gruppo ERG, il Comitato per il Controllo Interno di Enertad, rilevato che detta progettata Scissione, si sostanzia in un'operazione infragruppo non rientrante tra quelle tipiche o usuali, ha ritenuto opportuno, al fine di garantire la maggiore trasparenza e la più ampia garanzia agli azionisti di minoranza, di conferire apposito incarico ad un ulteriore esperto indipendente, individuato nella persona del Dr. Giuseppe Bernoni, affinché rilasci una *second opinion* sull'adeguatezza delle condizioni economiche e sulla correttezza formale e tecnica dell'operazione.

In data 12 maggio 2008 l'esperto indipendente ha rilasciato la propria relazione, confermando l'adeguatezza delle condizioni economiche e la correttezza formale e tecnica dell'operazione.

Il Comitato per il Controllo Interno di ERG S.p.A., sempre in attuazione di quanto previsto dagli artt. 6 e 7 sopra citati, ha, altresì, conferito incarico al Prof. Avv. Giovanni Domenichini (Studio legale Bonelli Erede Pappalardo) il quale, in data 10 maggio 2008, ha reso un proprio parere confermando:

- la correttezza - esclusivamente alla luce di quanto previsto dal codice civile, dal d.lgs 24.2.1998 n. 58 e dalle relative disposizioni di attuazione - del procedimento posto in essere da Erg Power & Gas S.p.A. ed Enertad S.p.A. al fine di attuare la Scissione;
- l'insussistenza di fattispecie previste dal codice civile, dal d.lgs. 24.2.1998 n.58 e dalle relative disposizioni di attuazione che impediscano il perfezionamento della Scissione ovvero determinino oggettivi dubbi sulla legittimità della stessa.

2. Sintesi dell'operazione

Nel mese di ottobre 2007, l'attività di Erg Cesa Eolica S.p.A. è cessata, a seguito dello scioglimento della joint venture che legava Erg P&G (società interamente controllata da Erg S.p.A.) e Acciona Eolica CESA S.L. (Gruppo Acciona) nel settore della produzione dell'energia elettrica da fonte rinnovabile. Conseguentemente, l'azionista di controllo Erg S.p.A. ha comunicato, alla propria controllata Enertad S.p.A., l'intenzione di proporre un'operazione d'integrazione in quest'ultima, delle attività detenute da Erg P&G, nel settore delle "energie rinnovabili".

A tal fine, i Consigli di Amministrazione delle Società, tenutisi in data 12 maggio 2008, hanno elaborato un Progetto finalizzato alla Scissione, le cui principali motivazioni sono:

- L'integrazione di due importanti realtà nel settore della produzione di energia elettrica da fonti rinnovabili, ed il conseguente rafforzamento della posizione di Enertad nel panorama nazionale ed europeo;
- Il bilanciamento dei portafogli eolici che saranno detenuti da Enertad a seguito dell'operazione;
- La creazione di valore per gli azionisti di Enertad;
- La promozione di Enertad quale punto di riferimento delle attività esercitate dal Gruppo ERG nel settore della produzione di energia elettrica da fonti rinnovabili, quali l'eolica e l'idrica, e la conseguente razionalizzazione di tali attività.

Attraverso l'integrazione si concentreranno in capo a Enertad i benefici della crescita di produttività derivante dalla prossima entrata in esercizio dei parchi eolici facenti capo a ERG P&G, che si sommeranno a quelli di Enertad, facendo di quest'ultima uno dei principali *player* del settore eolico con una capacità produttiva di circa 171 MW (di cui 116 in Italia e 55 in Francia) e che dovrebbe giungere sino a 195 MW entro la fine del terzo trimestre 2008. Enertad diverrà, inoltre, titolare di parchi eolici, attualmente in fase di costruzione sul territorio nazionale per una potenza di circa 128 MW con autorizzazioni già rilasciate per 113 MW.

Dall'integrazione si avrà anche una crescita significativa delle *pipeline* di progetti la cui realizzazione dovrebbe avvenire nell'arco temporale coperto dai piani industriali 2008-2011.

Come illustrato nelle Relazioni degli Amministratori delle Società gli elementi patrimoniali oggetto di assegnazione, a favore di Enertad, comprendono le partecipazioni detenute da ERG P&G in alcune società attive nel settore della produzione di energia elettrica da fonti rinnovabili, in particolare eolica e idrica.

Gli Amministratori prevedono che, a seguito dell'integrazione, Enertad rafforzi significativamente la propria posizione competitiva sul mercato della produzione di energia da fonte eolica, giungendo a detenere una quota di mercato stimata a circa il 10-12%.

Inoltre, viene affermato che, attuata la combinazione dei progetti inclusi nel Compendio Scisso con quelli attualmente in capo a Enertad, gli stessi beneficeranno della diversificazione di profili di rischio specifici nell'attività di progettazione e realizzazione di parchi eolici. Infatti, secondo gli Amministratori, il maggior numero di progetti avviati, la diversificazione nella collocazione geografica ed il differente stato di avanzamento dei relativi *iter* autorizzativi comporteranno la riduzione dell'impatto negativo di eventuali rallentamenti che dovessero emergere nel corso dei suddetti *iter*.

Quanto al settore idroelettrico, gli Amministratori, ritengono che l'integrazione di due società attive nel settore idroelettrico in Enertad consentano a quest'ultima la diversificazione delle proprie attività nel settore delle energie rinnovabili.

Infine, gli Amministratori informano che, come previsto dal piano industriale 2008-2011, tale operazione comporterà investimenti per circa euro 880 milioni. Il Consiglio di Amministrazione di Enertad, all'uopo ha deliberato di sottoporre all'approvazione dell'Assemblea Straordinaria della Società una proposta di delega al fine di proporre un aumento di capitale sociale per un controvalore complessivo di massimi 200 milioni di euro (comprensivo dell'eventuale sovrapprezzo, da esercitarsi entro i cinque anni successivi alla delibera, mediante emissione di nuove azioni da offrire in opzione agli azionisti.

Per effetto della Scissione saranno trasferite a Enertad alcune partecipazioni detenute da ERG P&G in società attive nella produzione di energia elettrica da fonti rinnovabili (di seguito il " Compendio Scisso"); più in dettaglio il " Compendio Scisso" include, quanto al settore eolico, le seguenti partecipazioni:

- **Erg Eolica S.r.l. (partecipazione detenuta al 100%)**, costituita in data 1 Febbraio 2008 per effetto della Scissione di ERG CESA Eolica S.p.A. ed iscritta nel bilancio di ERG P&G per un valore di 18.560.000 Euro, che, a sua volta, detiene partecipazioni nelle seguenti società-progetto:
    - ERG Eolica Calabria Srl (**partecipazione detenuta al 100%**), società titolare del progetto per un parco eolico ubicato nel Comune di Mesoraca (KR);
    - ERG Eolica Fossa del Lupo Srl (**partecipazione detenuta al 100%**), società titolare del progetto per un parco ubicato nel Comune di Fossa del Lupo (CZ);
    - Green Vicari Srl (**partecipazione detenuta al 100%**), società titolare del progetto per un parco eolico ubicato nel Comune di Vicari (PA);

- ERG Eolica Basilicata Srl (partecipazione detenuta al 98%), società titolare di progetti per tre parchi eolici ubicati nei Comuni di Palazzo S. Gervasio (PZ), di Calvera (PZ) e di Aliano (MT);
- VCC Abruzzo Srl (partecipazione detenuta al 30%), società titolare del progetto per un parco eolico ubicato nel Comune di Parco di Bolognano (PE);
- VCC Agrigento Srl (partecipazione detenuta al 30%), società titolare del progetto per un parco eolico ubicato nel Comune di Agrigento;
- VCC Agrigento 2 Srl (partecipazione detenuta al 30%), società titolare del progetto per un parco eolico ubicato nel Comune di Montevago (AG);
- VCC Enna srl (partecipazione detenuta al 30%), società titolare del progetto per un parco eolico ubicato nel Comune di Assoro (EN).

- **Eolico Agira S.r.l.** (partecipazione detenuta al 99%), società titolare del progetto per un parco eolico ubicato nel Comune di Agira (EN);
- **Eolico Mirabella S.r.l.** (partecipazione detenuta al 99%), società titolare del progetto per un parco eolico ubicato nel Comune di Mirabella (CT);
- **Eolico Palagonia S.r.l.** (partecipazione detenuta al 99%), società titolare del progetto per un parco eolico ubicato nel Comune di Palagonia (CT);
- **Eolico Ramacca S.r.l.** (partecipazione detenuta al 99%), società titolare del progetto per un parco eolico ubicato nel Comune di Ramacca (CT);
- **Eolico Troina S.r.l.** (partecipazione detenuta al 99), società titolare del progetto di un parco eolico nel Comune di Troina (EN).

Il "Compendio Scisso" include quanto al settore idroelettrico le seguenti partecipazioni:

- Ecopower S.r.l. (partecipazione detenuta al 100%), società che gestisce centrali idroelettriche, ubicate nei Comuni di Novara, Galliate, Trecate e Romentino. La partecipazione di Ecopower S.r.l. risulta iscritta nel bilancio di Erg Power & Gas ad un valore pari ad Euro 1.751.902.
- I.S.E.A Srl (partecipazione detenuta al 90%), società che gestisce centrali idroelettriche ubicate nei Comuni di Cilavegna, Langosco e Confienza. La partecipazione risulta iscritta nel bilancio di ERG P & G ad un valore pari ad Euro 3.000.159.

A seguito della Scissione, il patrimonio netto contabile di ERG P&G varierà da Euro 69.126.923,64 a Euro 44.665.862,64. Tale riduzione avverrà mediante riduzione del Capitale Sociale di Euro 3.500.000,00 e di Riserve di Patrimonio Netto per Euro 20.961.061,00.

Inoltre, a seguito della Scissione, il patrimonio netto contabile di Enertad varierà da Euro 129.750.542,42 ad Euro 154.211.603,42. Tale aumento avverrà mediante emissione di n° 37.789.734 nuove azioni Enertad al servizio della Scissione e addebito di una riserva di patrimonio netto per Euro 13.328.673,00.

A fronte dell'assegnazione di parte del patrimonio di ERG P&G, e annullamento di n° 350.000 azioni di nominali 10 euro, saranno assegnate ad ERG S.p.A., socio unico della società scissa, n° 37.789.734 azioni di nominali 1 euro di Enertad di nuova emissione, in base al rapporto di cambio determinato dai consigli di amministrazione delle Società.

Come figurante nella Relazione degli Amministratori, il Compendio Scisso sarà assegnato a Enertad nella consistenza determinata alla data di efficacia 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.

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..

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 degli statuti di ERG P&G e di Enertad, con evidenza delle modifiche proposte, sono acclusi al Progetto di Scissione.

Gli effetti della Scissione, ai sensi dell'art. 2506-*quater* del Codice Civile, decorreranno dall'ultima delle iscrizioni dell'atto di Scissione nell'ufficio del Registro delle Imprese competente.

3. Documentazione utilizzata

Ai fini dello svolgimento del nostro lavoro abbiamo ottenuto dalla Società i documenti e le informazioni ritenute utili nella fattispecie.

Abbiamo analizzato la documentazione ricevuta, ed in particolare:

1. Il Progetto di Scissione parziale non proporzionale redatto dai Consigli di Amministrazione delle Società ai sensi degli artt. 2506-bis e 2501-ter del codice civile, corredato dalle rispettive relazioni degli Amministratori da cui si evince che Enertad, a fronte dell'assegnazione del Compendio Scisso, aumenterà il proprio capitale sociale da Euro 94.876.941 a Euro 132.666.675 mediante l'emissione di 37.789.734 nuove azioni da nominali euro 1,00 che saranno assegnate a ERG S.p.A..Tale rapporto di cambio è stato determinato dagli Amministratori, supportati dagli *Advisor* finanziari UniCredit Markets & Investments Banking per Enertad S.p.A. e da Rothschild S.p.A. per ERG S.p.A., tenendo in considerazione:
   - Il 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, per l'esercizio 2007;
   - Il Progetto di Scissione ERG CESA Eolica S.p.A. approvato dall'Assemblea Straordinaria dell'11 Ottobre 2007;
   - Documentazione relativa alla posizione finanziaria netta *pro-forma* 2007 del Compendio Scisso;
   - I Piani economico – finanziari elaborati da Enertad e da ERG P&G per il Compendio Scisso (periodo 2008 – 2031);
2. "Project Maestro" elaborato da Unicredit Markets & Investments Banking - Versione del 22 Aprile 2008 e del 12 Maggio 2008;
3. Legal Due Diligence Report Project Maestro rilasciata in data 30 Aprile 2008 dallo Studio Carbonetti;
4. Memorandum sulle implicazioni fiscali derivanti da due opzioni alternative individuate per l'integrazione delle società del settore delle energie rinnovabili redatto dallo Studio Pirola, Pennuto Zei & Associati;

5. Report redatto da Rothschild S.p.A. in data 12 maggio 2008;
6. Opinione di congruità dei termini dell'aumento di capitale, con esclusione del diritto di opzione, rilasciata da Rothschild S.p.A. in data 12 Maggio 2008;
7. Progetto di Scissione di ERG CESA Eolica S.p.A.;
8. Verbale Assemblea Straordinaria in merito alla Scissione di ERG CESA Eolica S.p.a dell'11 Ottobre 2007;
9. Parere rilasciato dallo Studio Bernoni in data 12 Maggio 2008 in ordine alle condizioni economiche e alla correttezza formale e tecnica dell'operazione di Scissione parziale di Erg Power & Gas S.p.A. con beneficiaria Enertad S.p.A.;
10. Parere rilasciato dal Prof. Avv. Giovanni Domenichini (Studio legale Erede Bonelli Pappalardo) in data 10 Maggio 2008 e indirizzato al Presidente del Comitato per il Controllo Interno di ERG S.p.A.;
11. Situazione patrimoniale di ERG Eolica S.r.l. al 31 Gennaio 2008;
12. Bilanci al 31 Dicembre 2007 di tutte le società partecipate da ERG Eolica S.r.l. nel settore eolico e che costituiscono il " Compendio Scisso";
13. Bilancio al 31 Dicembre 2007 di Ecopower S.r.l. e di I.S.E.A. S.r.l.;
14. Bilancio al 31 Dicembre 2007 di Eolo S.r.l., Eos 1-Troia S.r.l., Eos 3-Troia S.r.l.;
15. Agreement by and between ERG Power & Gas S.p.A. and Acciona Eolica S.L. for the de-merger of ERG CESA Eolica S.p.A.;
16. Preliminary Results and Strategy Update (27 Febbraio 2007) e Annual Report 2007 consolidated results (5 Marzo 2008);
17. Business Plan di Enertad ed Erg Eolica 2008-2011;
18. Disposizioni per la formazione del bilancio annuale e pluriennale dello Stato (legge finanziaria 2008) per quanto applicabile nella fattispecie;
19. Documenti GSE - Procedura per la gestione ed emissione dei certificati verdi per gli impianti alimentati da fonti rinnovabili; Incentivazione delle fonti rinnovabili Bollettino per l'anno 2005; Procedura di qualificazione degli impianti alimentati da fonti rinnovabili (ai sensi dell'art. 11, comma 1, del Decreto Ministeriale 24 Ottobre 2005);
20. Documento informativo redatto ai sensi dell'art. 71 del Regolamento approvato da Consob con delibera n.11971 del 14 Maggio 1999 e successive modifiche, relativo all'acquisizione da parte di Enertad, di cinque società di diritto francese di proprietà di Theta Energy S.a.r.l.;
21. Determinazione degli ammortamenti dei cinque parchi eolici in Francia (Theta);

22. Prezzi di vendita dell'energia elettrica e dei certificati verdi ipotizzati nel Business Plan di Enertad e del Compendio Scisso;
23. Informazioni necessarie per ricostruire l'ammortamento fiscale anticipato dei parchi eolici in Francia (operativi ed in sviluppo).

4. Metodi di valutazione adottati dagli Amministratori per la determinazione del rapporto di cambio.

Gli Amministratori, anche sulla base delle indicazioni dei propri *Advisor*, in considerazione della rilevanza e complessità dell'operazione di Scissione, hanno ritenuto appropriato individuare metodi di valutazione che avessero consolidate basi dottrinali ed applicative.

4.1 Scelta dei metodi e criteri di valutazione

Con riferimento ai criteri di valutazione adottati si premette che la *ratio economica* sottostante le 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 criterio di relatività delle valutazioni di Scissione si basa su un concetto di "omogeneità" che ha portato alla selezione di criteri e metodi che corrispondessero ad una medesima logica valutativa, tenuto conto comunque delle diversità che le caratterizzano, al fine di proporre valori confrontabili per le entità oggetto di valutazione.

I valori esaminati 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. Pertanto, le valutazioni effettuate dagli Amministratori sono state effettuate sulla base dell'attuale configurazione di Enertad e del Compendio Scisso tenendo conto della prospettiva futura delle entità *stand alone*, ossia prescindendo da sinergie strategiche, operative e finanziarie attese dalla Scissione.

A tal fine, la metodologia principale utilizzata ai fini della determinazione del rapporto di cambio è di natura finanziaria ed è rappresentata dal *Discounted Cash Flow* (DCF), metodologia maggiormente utilizzata in Italia e all'estero per operazioni di tale natura nel settore delle energie rinnovabili.
A conferma della ragionevolezza della metodologia utilizzata è stato, inoltre, adottato il metodo dei multipli di mercato di società europee operanti nel settore della produzione di energia elettrica da fonti rinnovabili.

4.1.1 *Metodo del "Discounted Cash Flow"*

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, ovvero pari alla somma dei valori dei flussi di cassa attesi attualizzati e di un valore terminale dell'azienda al netto del debito finanziario netto, interessi di terzi ed eventuali ulteriori aggiustamenti.

Dall'applicazione di tale metodo, il valore economico del Compendio Scisso che scaturisce dalla somma degli elementi sopra indicati, è pari a 125,3 milioni di euro, mentre quello di Enertad è pari a 314,6 milioni di euro.

4.1.2 *Metodo di controllo: multipli di mercato*

A conferma della ragionevolezza della stima compiuta, gli Amministratori, supportati dai rispettivi *Advisor*, hanno effettuato un'analisi basata sul metodo dei multipli di mercato di società europee quotate operanti nel settore delle energie rinnovabili quali EDF Energies Nouvelles, Iberdrola Renovables, Theolia e Terna Energy.

Tali multipli sono stati calcolati sulla base dei prezzi correnti di Borsa e dalle stime IBES Consensus. Il multiplo utilizzato come parametro di riferimento è stato l'*Enterprise Value* (EV) / EBITDA. Tale indice, infatti, consente di eliminare eventuali influenze di politiche fiscali dei diversi stati europei.

Tale metodo di controllo ha rappresentato un ulteriore elemento di conferma della congruità e della coerenza della valutazione effettuata.

5. Difficoltà di valutazione incontrate dagli Amministratori

Nello svolgimento delle valutazioni ai fini della determinazione del rapporto di cambio, i Consigli di Amministrazione delle Società hanno comunicato di aver incontrato le seguenti difficoltà di valutazione:

- 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, della tempistica e dei costi dei piani di investimento.

6. Risultati emersi dalla valutazione effettuata dagli Amministratori

6.1 *Metodo del "Discounted Cash Flow"*

Di seguito si riporta la descrizione delle metodologie applicate per la valutazione, ed i risultati a cui gli Amministratori sono giunti con il supporto dei propri *Advisor*.

Il valore del capitale economico di un'azienda o di un'attività economica è pertanto pari alla somma dei flussi di cassa attesi attualizzati e di un valore terminale dell'azienda o attività economica, al netto della posizione finanziaria netta, interessi di terzi ed eventuali ulteriori aggiustamenti:

$$W = \sum_{t=1}^{n} \frac{FC_t}{(1+wacc)^t} + \frac{VT}{(1+wacc)^n} - DFto$$

Dove :

W = Valore del capitale economico
FC_t = Flusso di cassa annuale atteso nel periodo t
wacc = Costo medio ponderato del capitale
VT = Valore Terminale;
n = Numero dei periodi di proiezione
DFto = Debito Finanziario Netto, interessi di terzi e altri aggiustamenti al momento t = 0

La stima del valore terminale è stata effettuata dagli Amministratori ipotizzando, alla fine della vita utile di 20 anni dei parchi, il cui sviluppo è previsto nell'orizzonte temporale dei piani economici-finanziari, una ricostruzione ex novo dei parchi eolici sugli stessi siti. Tale valore terminale è stato ipotizzato pari al valore dei flussi di cassa attualizzati derivanti da tali parchi eolici nell'arco della loro vita utile, prudenzialmente ponderato con un tasso di successo del 50%.

Il costo medio del capitale è stato calcolato dagli Amministratori quale media ponderata 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

Il costo del capitale di rischio è il rendimento atteso dall'investitore, tenuto conto del rischio relativo, calcolato sulla base della teoria del cosiddetto *Capital Asset Pricing Model* (CAPM) che è espresso attraverso la seguente formula:

$$Ke = Rf + \beta(Rm - R)$$

Dove :

Ke	=	Costo del capitale di rischio;
Rf	=	Tasso di rendimento atteso su investimenti privi di rischio ;
Rm	=	Rendimento atteso su investimenti azionari del mercato di riferimento;
Rm – Rf	=	Premio di rendimento richiesto dal mercato azionario di riferimento rispetto ad investimenti privi di rischio (Rf);
β	=	Coefficiente di correlazione tra i rendimenti attesi dall'investimento considerato ed i rendimenti attesi del mercato azionario di riferimento.

Nell'applicazione del metodo del DCF per la determinazione del valore fondamentale di Enertad e del Compendio Scisso, gli Amministratori hanno utilizzato il seguente approccio metodologico:

- Hanno fatto riferimento ai flussi di cassa risultanti dai piani economico-finanziari elaborati da Enertad e da ERG P&G per il Compendio Scisso (periodo 2008-2031) in linea con la durata della vita utile dei parchi eolici previsti dal piano, per i parchi la cui entrata in funzione è prevista entro il 2011; si evidenzia che le stime di producibilità degli impianti sono state elaborate dal management di Enertad e di ERG Power & Gas sulla base di analisi effettuate da primari consulenti del settore;
- I flussi di cassa derivanti dai parchi eolici sono stati ponderati per fattori di successo omogenei per Enertad e per il Compendio Scisso, in funzione di una stima del management, del rischio autorizzativo specifico di ciascun progetto e della relativa possibilità di realizzazione;
- I valori terminali sono stati stimati ipotizzando alla fine della vita utile una nuova ricostruzione con un valore pari al valore attuale dei flussi di cassa stimati di ciascun parco con una ponderazione prudenziale del 50%;

- Il costo medio ponderato del capitale (WACC) ipotizzato, compreso tra il 6% e il 7%, riflette ipotesi coerenti con i benchmark di mercato relativi al costo del capitale di debito ed al costo del capitale di rischio considerato il tasso di rendimento atteso sui rendimenti privi di rischio, il coefficiente Beta ed il premio per il rischio d'impresa nel mercato di riferimento.
- Il valore economico attribuibile a Enertad ed al Compendio Scisso, è stato determinato sottraendo al valore attuale dei flussi di cassa, al netto degli interessi di minoranza, incluso il valore terminale, l'ammontare della posizione finanziaria netta. Quest'ultima è stata determinata come segue:
    - "Compendio Scisso": in base alle risultanze della documentazione relativa alla posizione finanziaria netta "pro-forma" al 31 Dicembre 2007 e sulla base delle informazioni fornite dal management della società;
    - Enertad: in base alle risultanze del bilancio chiuso al 31 Dicembre 2007.
- L'attività di Enertad nel settore idrico non è stata valorizzata stante la scarsa significatività e le partecipazioni in tale settore, incluse nel Compendio Scisso (Ecopower e I.S.E.A.), sono state considerate al loro valore di carico nel bilancio di ERG P&G.

Di seguito, si riportano i risultati della valutazione ottenuta dagli Amministratori emersi dall'applicazione della metodologia sopra indicata:

Advisor: Unicredit

Ipotesi: WACC 6,5%

Factor success delle pipeline post 2011 (parchi in fase autorizzativa la cui realizzazione è prevista successivamente al 2011): 0 - 30%

Advisor: Rotschild S.p.A.

Ipotesi: WACC 6-7%

Factor success delle pipeline post 2011 (parchi in fase autorizzativa la cui realizzazione è prevista successivamente al 2011): 20%

	Enertad (ml €)	Compendio scisso (ml €)	Valore del capitale per azione (Euro)	Nuove azioni Enertad assegnate ad ERG (ml €)
Valore delle attività	395 - 442	166 - 223		
Posizione finanziaria netta al 31 Dicembre 2007	(112)	(79)		
Valore economico del capitale	284 - 330	87 - 144	3,0 – 3,5	29,1 – 41,5

6.2 *Metodo di controllo: multipli di mercato*

A conferma della ragionevolezza della stima compiuta, gli Amministratori, hanno effettuato un'ulteriore verifica basata sull'analisi dei multipli di società europee quotate operanti nel settore delle energie rinnovabili quali EDF Energies Nouvelles, Iberdrola Renovables, Theolia e Terna Energy.

	Enertad (ml €)	Compendio scisso (ml €)	Valore del capitale per azione (Euro)	Nuove azioni Enertad assegnate ad ERG (ml €)
Valore delle attività	395 - 473	188 - 225		
Posizione finanziaria netta al 31 Dicembre 2007	(112)	(79)		
Valore economico del capitale	284 - 361	109 - 146	3,0 – 4,0	36,5 – 38,4

Tali multipli sono stati calcolati sulla base dei prezzi correnti di Borsa e dalle stime IBES Consensus. Il multiplo utilizzato come parametro di riferimento è stato l'*Enterprise Value* (EV) / EBITDA. Tale indice, infatti, consente di eliminare eventuali influenze di politiche fiscali dei diversi stati europei.

Sulla base di tale metodologia, applicata alle stime di EBITDA riportate dai piani economico-finanziari, gli Amministratori sono pervenuti ad una valutazione di Enertad e del Compedio Scisso, nei *range* indicati nella seguente tabella:

	Enertad (ml €)	Compendio scisso (ml €)	Valore del capitale per azione	Nuove azioni Enertad assegnate ad ERG (ml €)
Valore delle attività EV: (Multiplo EBITDA 2011) (3.9x-8.3x)	327-697	152-325		
Posizione finanziaria netta al 31 Dicembre 2007	(112)	(79)		
Valore economico del capitale	215-585	73-246	2,3 - 6,2	32,3 - 39,8

6.3 Determinazione del Rapporto di cambio

Alla luce e nel rispetto delle valutazioni condotte con l'ausilio dei propri *Advisor*, gli Amministratori, hanno stabilito che la partecipazione detenuta da ERG S.p.A. in Enertad crescerà dal 68,4% al 77,4% a seguito dell'assegnazione a ERG S.p.A. di n° 37.789.734 nuove azioni Enertad, da nominali Euro 1,00.

6.4 Modalità di assegnazione delle azioni

Enertad S.p.A., a fronte dell'assegnazione in sede di Scissione, del Compendio Scisso aumenterà il proprio capitale da Euro 94.876.941 ad Euro 132.666.675 con emissione di n° 37.789.734 nuove azioni che saranno assegnate tutte a ERG S.p.A.. All'esito di tale operazione, il capitale sociale di Enertad S.p.A. sarà pertanto pari ad Euro 132.666.675 rappresentato da n° 132.666.675 azioni ordinarie dal valore nominale di euro 1,00.

6.4.1 Diritto di recesso ex art. 2437 CC

L'esecuzione della Scissione non comporta alcuna modifica agli statuti delle società che integri una fattispecie, che ai sensi dell'art. 2437 del codice civile possa legittimare gli azionisti delle società partecipanti alla Scissione all'esercizio del diritto di recesso.

7. Lavoro svolto

7.1 Lavoro svolto sulla «documentazione utilizzata», in precedenza menzionata al punto 3.

Considerati i metodi di valutazione utilizzati dagli Amministratori, anche sulla base delle indicazioni degli *Advisor*, abbiamo svolto le seguenti attività:

- Presa visione dei bilanci d'esercizio e consolidati al 31 dicembre 2007 di Enertad S.p.A. e il bilancio d'esercizio al 31 Dicembre 2007 di ERG Power & Gas S.p.A. che sono stati assoggettati a revisione contabile rispettivamente da parte di Deloitte & Teuche S.p.A. e di Reconta Ernst & Young S.p.A. (le società di revisione hanno emesso le relative relazioni in data 21 Marzo 2008 e in data 26 Marzo 2008);
- discusso con gli Amministratori di Enertad S.p.A. sui principi contabili utilizzati ed i fatti salienti concernenti la redazione dei bilanci d'esercizio e consolidato sopra indicati;
- discusso con gli Amministratori di ERG Power & Gas S.p.A. sui principi contabili utilizzati ed i fatti salienti concernenti la redazione del bilancio d'esercizio sopra indicato;
- raccolto, attraverso discussione con la direzione di Enertad S.p.A., informazioni circa gli eventi verificatisi dopo la chiusura del bilancio al 31 Dicembre 2007 che possano avere un effetto significativo sulla determinazione dei valori oggetto del presente Progetto di Scissione;

- per il Business Plan 2008-2011 di Enertad, fermi restando le incertezze ed i limiti connessi ad ogni tipo di stato previsionale, abbiamo discusso con la Direzione delle Società e gli *Advisor* da questi incaricati, circa le principali caratteristiche del processo di previsione ed i criteri utilizzati per la stima delle assunzioni alla base della redazione del piano medesimo. Abbiamo, inoltre, ottenuto attestazioni che, per quanto a conoscenza della direzione delle Società, non sono intervenute modifiche significative ai dati ed alle informazioni prese in considerazione nello svolgimento delle nostre analisi dalla data di predisposizione della Relazione degli Amministratori fino alla data odierna.

Le sopradescritte attività sono state svolte nella misura necessaria per il raggiungimento delle finalità dell'incarico, indicate nel precedente paragrafo 1.

7.2 Lavoro svolto sui metodi utilizzati per la determinazione del rapporto di cambio

Abbiamo svolto un esame critico delle metodologie seguite dagli Amministratori, anche sulla base delle indicazioni degli *Advisor*, per la determinazione del valore relativo della società e del Compendio Scisso e, quindi, del rapporto di cambio, verificandone l'idoneità tecnica nelle specifiche circostanze.

Abbiamo, inoltre, svolto le seguenti procedure:

- analisi delle relazioni degli Amministratori sul Progetto di Scissione e dei report predisposti dagli *Advisor* 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;
- sviluppo di 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 nelle relazioni degli *Advisor;*
- verifica della coerenza dei dati utilizzati rispetto alle fonti di riferimento ed alla "Documentazione utilizzata" descritta al precedente paragrafo 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 degli *Advisor;*
- incontri con gli *Advisor* delle Società per discutere in merito all'attività svolta, alle problematiche incontrate ed alle soluzioni adottate.

Abbiamo inoltre ottenuto attestazione che, per quanto a conoscenza dei rappresentanti legali delle Società, alla data della presente relazione, non sono maturate circostanze modificative dei dati e dei contenuti della documentazione utilizzata, né si sono verificati eventi tali da modificare le valutazioni espresse dai rispettivi Consigli di Amministrazione per la determinazione del rapporto di cambio.

8. Commenti sull'adeguatezza 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 della società oggetto della Scissione, effettuata attraverso l'applicazione di criteri omogenei, ai fini della determinazione del rapporto di cambio.

Nelle valutazioni per operazioni di Scissione, infatti, la finalità ultima non è tanto la determinazione dei valori assoluti del capitale economico delle Realtà coinvolte nel Progetto, quanto piuttosto l'individuazione di valori confrontabili in sede di determinazione del rapporto di cambio. Per tale ragione, le valutazioni per operazioni di Scissione hanno significato unicamente nel loro profilo relativo e non possono essere assunte quali stime del valore assoluto delle Realtà interessate per operazioni diverse dalla Scissione per la quale sono state eseguite e pertanto non sono utilizzabili per finalità diverse.

Con riferimento al metodo di valutazione adottato si osserva che:

- è largamente diffuso nella prassi professionale italiana e internazionale. Ha consolidate basi dottrinali e si basa su parametri determinati attraverso un processo metodologico di generale accettazione. Inoltre, le Relazioni predisposte dagli Amministratori per illustrare l'operazione di Scissione, descrivono ampiamente le caratteristiche delle diverse metodologie utilizzate e le modalità della loro attuazione;
- appare adeguato nella fattispecie, in considerazione delle caratteristiche delle Società interessate dall'operazione di Scissione e del settore in cui operano;
- la valutazione é stata predisposta in un'ottica di continuità gestionale e conformemente al contesto valutativo richiesto in sede di Scissione;
- è stato applicato in ottica *stand alone*, ossia prescindendo da ogni considerazione concernente le possibili sinergie derivanti dalla prospettata integrazione delle attività delle due Realtà implicate nell'operazione;
- i criteri adottati dagli Amministratori delle Società per la valutazione delle Realtà coinvolte nell'operazione sono improntate ad un principio di omogeneità valutativa in grado, nel contempo, di esprimere valori comparabili ai fini della determinazione del rapporto di cambio e cogliere le caratteristiche specifiche di ognuna di esse;

- l'applicazione del metodo di controllo ha consentito, comunque, di allargare il processo di valutazione e sottoporre a verifica sostanziale i risultati ottenuti.

9. Limiti specifici incontrati dal revisore nell'espletamento del presente incarico.

I limiti e le difficoltà che abbiamo incontrato nell'espletamento del nostro incarico sono relativi all'utilizzo dei dati previsionali e alle stime utilizzate dal management. Lo sviluppo della metodologia selezionata comporta l'impiego di dati previsionali che presentano, per loro natura, ambiti di aleatorietà e risultano sensibili a variazioni del contesto macroeconomico.
La predetta difficoltà di valutazione è stata oggetto di attenta considerazione ai fini della presente relazione sulla congruità del rapporto di cambio.

10. Conclusioni

Sulla base della documentazione esaminata e delle procedure sopra indicate, e tenuto conto della natura e portata del nostro lavoro come illustrato nella presente relazione, riteniamo che i metodi di valutazione adottati dagli Amministratori, anche sulla base delle indicazioni dei loro *Advisor*, 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, contenuto nel Progetto di Scissione, e che prevede:

l'emissione di n° 37.789.734 nuove azioni Enertad del valore nominale di 1,00 €, che saranno assegnate a ERG S.p.A.

Milano, 21 maggio 2008

Mazars & Guérard S.p.A.
Vincenzo Miceli
Socio – revisore contabile

VERBALE DI ASSEVERAZIONE DI PERIZIA

./.

L'anno duemilaotto il giorno ventuno del mese di maggio in Milano nel mio ufficio in Via Spadari n. 2, avanti a me Dr. Enrico Chiodi Daelli Notaio residente in Milano iscritto presso il Collegio Notarile di Milano, é presente MICELI DR. VINCENZO nato a Cefalù il 21 novembre 1946, residente a Milano Via Fetonte n. 12, codice fiscale MCL VCN 46S21 C421B, della cui identità sono certo, il quale mi ha presentato la relazione peritale che precede, chiedendo di asseverarla con giuramento.

Aderendo alla richiesta ammonisco a' sensi di legge il comparente il quale presta quindi il giuramento di rito ripetendo la formula: "Giuro di aver bene e fedelmente proceduto alle operazioni a me affidate e di non aver avuto altro scopo che quello di far conoscere la verità".

Del che io Notaio ho ricevuto il presente atto che ho letto alla parte la quale lo approva e lo dichiara conforme alla sua volontà.