RELAZIONE DELLA SOCIETÀ DI REVISIONE AI SENSI DEGLI ARTICOLI 2506-*TER* E 2501-*SEXIES* CODICE CIVILE

Agli azionisti di Enel SpA
Agli azionisti di Enel Green Power SpA

1 MOTIVO E OGGETTO DELL'INCARICO

Con provvedimento datato 30 novembre 2015, a seguito di istanza congiunta di Enel S.p.A. ("**Enel**") e di Enel Green Power S.p.A. ("**EGP**", congiuntamente a Enel anche le "**Società**"), il Tribunale di Roma ha designato PKF Italia S.p.A. quale esperto comune incaricato di redigere, ai sensi degli artt. 2506-*ter* e 2501-*sexies* del Codice Civile, la relazione sulla congruità del rapporto di cambio relativo al progetto di scissione parziale non proporzionale di EGP in favore della controllante Enel (la "**Scissione**").

Al fine di redigere la relazione sulla congruità del rapporto di cambio abbiamo ricevuto da EGP e da Enel il progetto di scissione (il "**Progetto di Scissione**"), corredato dalla relazione del consiglio di amministrazione di Enel (la "**Relazione degli Amministratori Enel**") e dalla relazione del consiglio di amministrazione di EGP (la "**Relazione degli Amministratori EGP**" e, congiuntamente alla Relazione degli Amministratori Enel, le "**Relazioni degli Amministratori**" ovvero le "**Relazioni**"), approvate in data 17 novembre 2015, le quali indicano, illustrano e giustificano, ai sensi degli artt. 2506-*ter* e 2501-*quinquies* del Codice Civile, il rapporto di cambio delle nuove azioni Enel emesse a servizio della Scissione (il "**Rapporto di Cambio**"), nonché le situazioni patrimoniali delle Società riferite alla data del 30 settembre 2015, assunte quali situazioni patrimoniali di riferimento (le "**Situazioni Patrimoniali**"), ai sensi degli artt. 2506-*ter* e 2501-*quater* del Codice Civile.

Ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio e del criterio di assegnazione non proporzionale delle azioni in sede di concambio, le Società si sono avvalse di *advisors* finanziari, rispettivamente Credit Suisse Securities (Europe) Limited e J.P. Morgan Limited per Enel, e Barclays Bank PLC e Mediobanca – Banca di Credito Finanziario S.p.A. per EGP (congiuntamente, gli "***Advisors***").

Il Progetto di Scissione sarà sottoposto all'approvazione delle Assemblee Straordinarie degli Azionisti di Enel e di EGP convocate in unica adunanza per il giorno 11 gennaio 2016.

2 SINTESI DELL'OPERAZIONE

Secondo quanto indicato dagli Amministratori nelle rispettive Relazioni, la Scissione comporterà l'assegnazione da parte di EGP in favore di Enel del compendio scisso, essenzialmente rappresentato (i) dalla partecipazione totalitaria detenuta dalla stessa EGP in Enel Green Power International B.V., holding di diritto olandese che detiene partecipazioni in società operanti nel settore delle energie rinnovabili nel Nord, Centro e Sud America, in Europa, in Sudafrica e in India, e (ii) passività e attività finanziarie, contratti, rapporti giuridici, connessi a tale partecipazione (il "**Compendio Scisso**"). Tutti i restanti elementi patrimoniali diversi da quelli che fanno parte del Compendio Scisso (e quindi, essenzialmente, le attività italiane e le residue partecipazioni estere) saranno viceversa mantenuti in capo ad EGP.

Nelle rispettive Relazioni, gli Amministratori presentano le motivazioni strategiche e industriali a base dell'operazione di Scissione.

Come illustrato nelle Relazioni degli Amministratori, trattandosi di scissione con assegnazione non proporzionale, alla data di efficacia della Scissione la quota del capitale sociale di EGP corrispondente al Compendio Scisso, costituita da n. 3.640.000.000 azioni di EGP, sarà concambiata in applicazione del Rapporto di Cambio, secondo le seguenti proporzioni:

(i) i soci di EGP diversi da Enel concambieranno in azioni Enel tutte le azioni dagli stessi detenute in EGP, pari a n. 1.585.573.483;
(ii) Enel concambierà invece solo parte delle azioni dalla stessa detenute in EGP, e precisamente pari a n. 2.054.426.517, corrispondenti al numero di azioni di EGP portate in concambio dedotte le azioni EGP portate in concambio dai soci di EGP medesima diversi da Enel.

Secondo quanto indicato nel Progetto di Scissione, ai fini della determinazione del numero di azioni EGP riferite al Compendio Scisso di pertinenza, rispettivamente, di Enel e dei soci di EGP diversi da Enel, i Consigli di Amministrazione delle Società, dopo aver esaminato le relazioni dei rispettivi *Advisors* e con il supporto di questi ultimi, hanno attribuito a detto Compendio Scisso un valore corrispondente al 72,8 per cento del valore dell'intera EGP ante Scissione.

I Consigli di Amministrazione di Enel ed EGP del 17 novembre 2015, dopo aver esaminato le relazioni dei rispettivi *Advisors* hanno approvato il Rapporto di Cambio, pari a n. 0,486 azioni Enel di nuova emissione per ciascuna azione EGP portata in concambio, oggetto della presente relazione.

La delibera del Consiglio di Amministrazione di EGP è stata assunta previo parere motivato favorevole all'unanimità del Comitato Parti Correlate di EGP, ai sensi del regolamento adottato dalla Consob con delibera n. 17221 del 12 marzo 2010, e modificato con delibera n. 17389 del 23 giugno 2010, (il "**Regolamento OPC**") e della procedura interna in materia di operazioni con parti correlate di EGP. Il Comitato OPC ha provveduto all'esame della Scissione con il supporto degli *advisors* finanziari indipendenti Lazard e Prof. Enrico Laghi, nonché dell'*advisor* legale indipendente Prof. Agostino Gambino, individuati dal Comitato OPC in virtù della loro comprovata capacità, professionalità ed esperienza in operazioni analoghe o similari (gli "***Advisors* Comitato OPC**"), ed ha provveduto ad esprimere all'unanimità il proprio parere favorevole sull'interesse di EGP al compimento dell'operazione, nonché sulla convenienza e sulla correttezza sostanziale dei relativi termini e condizioni.

Secondo quanto riferito nelle Relazioni degli Amministratori, a seguito della Scissione Enel aumenterà il proprio capitale sociale con emissione di massime n. 1.769.040.000 azioni - aventi godimento regolare e valore nominale di Euro 1,00 ciascuna - in favore dei soci di EGP in applicazione del Rapporto di Cambio.

In particolare, gli Amministratori delle Società riferiscono che ai soci di EGP diversi da Enel verranno destinate complessive massime n. 770.588.712 azioni di Enel di nuova emissione, a fronte dell'annullamento, in sede di concambio, di complessive n. 1.585.573.483 azioni EGP detenute da tali soci. In favore di Enel verranno destinate – e contestualmente annullate in virtù di quanto previsto dall'art. 2504-*ter*, comma 2, c.c. – complessive n. 998.451.288 azioni di Enel, a fronte dell'annullamento, in sede di concambio, di n. 2.054,426.517 azioni EGP da questa detenute. All'esito della Scissione, Enel risulterà quindi titolare delle restanti n. 1.360.000.000 azioni di EGP e, pertanto, unico socio di quest'ultima.

Dalle Relazioni degli Amministratori emerge che, alla data di efficacia della Scissione, le n. 3.640.000.000 azioni di EGP rappresentanti la quota del capitale sociale di EGP corrispondente al Compendio Scisso verranno annullate. Conseguentemente, a tale data il capitale sociale di EGP sarà ridotto dagli attuali complessivi euro 1.000.000.000,00 a complessivi euro 272.000.000, suddiviso in 1.360.000.000 di azioni interamente detenute da Enel.

L'importo dell'aumento del capitale sociale, nonché del sovrapprezzo e di altre riserve, di Enel a servizio del Rapporto di Cambio non potrà essere superiore al valore attribuito al Compendio Scisso dalla relazione di stima dell'esperto KPMG S.p.A., redatta in conformità con quanto previsto dall'art. 2343-*ter*, comma 2, lett. b), del Codice Civile.

Gli Amministratori riferiscono inoltre che agli azionisti di EGP che non dovessero concorrere all'approvazione della Scissione spetterà il diritto di recesso ai sensi dell'art. 2437, comma 1, lett. a), del Codice Civile (il "**Diritto di Recesso**"), in quanto Enel, società beneficiaria della Scissione, ha una clausola dell'oggetto sociale che consente un'attività significativamente diversa rispetto a quella descritta nella clausola dell'oggetto sociale di EGP.
Ai sensi dell'art. 2437-*ter*, comma 3, del Codice Civile, il Diritto di Recesso potrà essere esercitato per un valore di liquidazione unitario delle azioni EGP determinato facendo riferimento alla media aritmetica dei prezzi di chiusura dei prezzi delle azioni EGP su MTA nei sei mesi che precedono la pubblicazione dell'avviso di convocazione dell'Assemblea EGP, che è pari a Euro 1,78 per ciascuna azione EGP.

Gli azionisti di EGP i quali non dovessero concorrere all'approvazione della Scissione avranno altresì il diritto di far acquistare le proprie azioni EGP da Enel ai sensi e per gli effetti dell'art. 2506-*bis*, comma 4, del Codice Civile (il "**Diritto di Vendita**"), che potrà riguardare tutte o anche solo parte delle azioni EGP possedute dai soci e potrà essere esercitato alle medesime condizioni e termini per l'esercizio del Diritto di Recesso.

Secondo quanto indicato nelle Relazioni degli Amministratori, l'efficacia della Scissione è subordinata alla circostanza che il valore di liquidazione complessivo delle azioni EGP in relazione alle quali dovesse essere validamente esercitato il Diritto di Recesso e il Diritto di Vendita non sia superiore a Euro 300.000.000 (trecentomilioni/00). La Condizione Sospensiva si intenderà ugualmente realizzata, anche in caso di superamento del limite sopraindicato, qualora Enel, entro 60 giorni di calendario dall'iscrizione presso il Registro delle Imprese di Roma dell'ultima delle delibere assembleari di approvazione della Scissione *ex* art. 2502 cod. civ., dichiari la sua intenzione di procedere all'acquisto di tutte le azioni per le quali siano stati esercitati i diritti di cui sopra.

La Scissione, secondo quanto riportato dagli Amministratori delle Società, avrà effetto giuridico dalla data dell'ultima delle iscrizioni previste dall'art. 2506-*quater* del Codice Civile, ovvero dall'eventuale data successiva indicata nell'atto di scissione.

3 NATURA E PORTATA DELLA PRESENTE RELAZIONE

Al fine di fornire agli azionisti di Enel e di EGP idonee informazioni sul Rapporto di Cambio, la presente relazione indica i metodi seguiti dagli Amministratori delle Società per la sua determinazione e le difficoltà di valutazione dagli stessi incontrate. Essa contiene inoltre le nostre considerazioni sull'adeguatezza, nelle specifiche circostanze, di tali metodi, sotto il profilo della loro ragionevolezza e non arbitrarietà, nonché sulla loro corretta applicazione.

Nell'esaminare i metodi di valutazione adottati dagli Amministratori delle Società, identificati anche sulla base delle indicazioni dei loro *Advisors*, non abbiamo effettuato una valutazione economica di Enel o di EGP. Tale valutazione è stata svolta esclusivamente dal Consiglio di Amministrazione di Enel e dal Consiglio di Amministrazione di EGP, con l'assistenza degli *Advisors* da essi incaricati.

La valutazione del Compendio Scisso è stata effettuata, ai sensi dell'art. 2343-*ter*, comma 2, lett. b), del Codice Civile, da KPMG S.p.A.

4 DOCUMENTAZIONE UTILIZZATA

Nello svolgimento del nostro lavoro abbiamo ottenuto da Enel e EGP i documenti e le informazioni ritenuti utili nella fattispecie.
Abbiamo analizzato la documentazione ricevuta, ed in particolare:

- il Progetto di Scissione ex art. 2506 bis del Codice Civile, completo dei i relativi allegati;
- le Situazioni Patrimoniali delle Società, ai sensi degli artt. 2506-*ter* e 2501-*quater* del Codice Civile, riferite alla data del 30 settembre 2015;
- le Relazioni degli Amministratori indirizzate alle rispettive Assemblee Straordinarie che propongono il seguente Rapporto di Cambio: numero 0,486 azioni Enel del valore nominale di Euro 1,00, con godimento regolare e con diritti identici a quelli riconosciuti alle azioni Enel in circolazione al momento dell'emissione, per ogni azioni EGP del valore nominale di Euro 0,20;
- la *fairness opinion* ed il documento allegato intitolato "*Enel and Enel Green Power combination. Supporting valuation materials*" redatti da Credit Suisse Securities (Europe) Limited;
- la *fairness opinion* e il relativo documento allegato intitolato "*Partial non-proportional de-merger of EGP into Enel. Fairness opinion back-up materials*" redatti da J.P. Morgan Limited;
- le *fairness opinion* ed il documento allegato intitolato "*Project X. Presentation to the Board of Directors*" redatti da Barclays Bank PLC e Mediobanca – Banca di Credito Finanziario S.p.A. (di seguito, le *fairness opinion* e i documenti di cui al presente alinea e ai due alinea che precedono, rispettivamente le "***Fairness Opinion***" e i "**Documenti degli *Advisors***");
- l'estratto del verbale del Consiglio di Amministrazione di Enel del 17 novembre 2015, in

corso di trascrizione, relativo al seguente punto all'ordine del giorno: "Operazione di integrazione societaria di Enel Green Power nell'ambito del Gruppo";

- l'estratto del verbale del Consiglio di Amministrazione di Enel Green Power del 17 novembre 2015, in corso di trascrizione, relativo al seguente punto all'ordine del giorno: "Progetto X";
- il bilancio d'esercizio al 31 dicembre 2014 di Enel approvato dall'assemblea della società, sottoposto a revisione legale da parte di Reconta Ernst & Young S.p.A. che in data 8 aprile 2015 ha emesso la propria relazione con giudizio senza rilievi, né richiami d'informativa;
- il bilancio consolidato al 31 dicembre 2014 di Enel approvato dal Consiglio di Amministrazione della società, sottoposto a revisione legale da parte di Reconta Ernst & Young S.p.A. che in data 8 aprile 2015 ha emesso la propria relazione con giudizio senza rilievi, né richiami d'informativa;
- il bilancio d'esercizio al 31 dicembre 2014 di EGP approvato dall'assemblea della società, sottoposto a revisione legale da parte di Reconta Ernst & Young S.p.A. che in data 8 aprile 2015 ha emesso la propria relazione con giudizio senza rilievi, né richiami d'informativa;
- il bilancio consolidato al 31 dicembre 2014 di EGP approvato dal Consiglio di Amministrazione della società, sottoposto a revisione legale da parte di Reconta Ernst & Young S.p.A. che in data 8 aprile 2015 ha emesso la propria relazione con giudizio senza rilievi, né richiami d'informativa;
- le relazioni semestrali consolidate di Enel ed EGP al 30 giugno 2015, sottoposte a revisione contabile limitata da parte di Reconta Ernst & Young S.p.A. che, in data 3 agosto 2015, ha emesso le proprie relazioni concludendo che non sono pervenuti alla sua attenzione elementi che le facciano ritenere che dette relazioni non siano redatte, in tutti gli aspetti significativi, in conformità al principio contabile internazionale applicabile per l'informativa finanziaria infrannuale (IAS 34) adottato dall'Unione Europea, senza evidenziare alcun richiamo d'informativa;
- la presentazione del Piano Industriale 2016-2020 di Enel approvato dal Consiglio di Amministrazione di Enel il 12 novembre 2015 (il "**Business Plan Enel**");
- la presentazione del Piano Industriale 2016-2020 di EGP approvato dal Consiglio di Amministrazione di Enel Green Power il 12 novembre 2015 (il "**Business Plan EGP**");
- le informazioni di dettaglio predisposte dal *management* di Enel ed EGP per gli esercizi 2016–2020 relativamente alle principali grandezze patrimoniali, economico-finanziarie ed operative dei rispettivi gruppi (inclusivo del dettaglio per principali divisioni / paesi);
- le informazioni di dettaglio predisposte dal *management* di Enel ed EGP relativamente alle principali grandezze patrimoniali, economico-finanziarie ed operative dei rispettivi gruppi (inclusivo del dettaglio per principali divisioni / paesi) per l'esercizio 2015 ("*pre-closing*");
- le assunzioni economico-finanziarie e operative di lungo periodo predisposte dal *management* di Enel ed EGP per gli anni successivi alla durata dei rispettivi *business plan*;
- i dati di indebitamento netto ed altre poste patrimoniali al 30 settembre 2015 utilizzati per la stima del valore del capitale economico a partire dall'Enterprise Value (cd. "*bridge-to-equity*"), inclusa l'allocazione tra i diversi paesi e *business units*;
- il numero di azioni di Enel ed EGP alla data delle Relazioni degli Amministratori;

- l'andamento dei prezzi di mercato delle azioni Enel e EGP rilevato in diversi intervalli temporali antecedenti alle date del 1 ottobre 2015 e del 27 ottobre 2015 e sino al mese di dicembre 2010, nonché altre informazioni in ordine ai suddetti titoli azionari;
- i report di analisti finanziari relativi ai *target price* dei titoli azionari di Enel ed EGP.

La seguente ulteriore documentazione è stata da noi esaminata:

- documento informativo relativo ad operazioni di maggiore rilevanza con parti correlate avente ad oggetto la scissione parziale non proporzionale di EGP in favore di Enel pubblicato da EGP e il parere emesso dal Comitato Parti Correlate di EGP in data 16 novembre 2015;
- *fairness opinion* redatte da Lazard S.r.l. e dal Prof. Enrico Laghi in qualità di *Advisors* Comitato OPC;
- elementi di mercato, contabili e statistici nonché ogni altra informazione e documentazione ritenuta utile ai fini della presente relazione.

Abbiamo inoltre ottenuto attestazione che, per quanto a conoscenza delle Direzioni delle Società, non sono intervenute modifiche significative ai dati ed alle informazioni prese in considerazione nello svolgimento delle nostre analisi, né si sono verificati eventi tali da modificare le valutazioni espresse dagli Amministratori delle Società per la determinazione del Rapporto di Cambio.

5 METODI DI VALUTAZIONE ADOTTATI DAGLI AMMINISTRATORI PER LA DETERMINAZIONE DEL RAPPORTO DI CAMBIO

5.1 Premessa

Gli Amministratori delle Società, anche sulla base delle indicazioni dei propri *Advisors*, riferiscono di avere selezionato ed applicato i metodi di valutazione con l'obiettivo di pervenire non tanto ad una stima dei valori assoluti delle realtà oggetto di valutazione, quanto a valori omogenei e comparabili che, oltre ad avere consolidate basi dottrinali ed applicative, consentissero di valutare in maniera omogenea Enel e EGP, al fine di ottenere valori raffrontabili in sede di determinazione del Rapporto di Cambio.

In tale contesto, gli Amministratori di Enel e di EGP, tenendo in considerazione le specificità delle Società e del loro *status* di società quotate in mercati regolamentati, riportano di avere adottato una pluralità di metodologie di valutazione sia analitiche sia di mercato, le quali non devono essere analizzate singolarmente, ma devono essere considerate parte inscindibile di un processo valutativo unitario.

Più in particolare, il Consiglio di Amministrazione di Enel ha utilizzato, ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio:
- il metodo delle quotazioni di Borsa (cfr. par. 5.2.1);
- il metodo dell'attualizzazione dei flussi di cassa o *Discounted Cash Flow* (DCF), con approccio a "Somma delle Parti" (cfr. par. 5.2.2);
- l'analisi del rapporto di cambio implicito nei prezzi *target* dei titoli Enel e EGP pubblicati da *broker* e dalle principali banche di investimento (cfr. par. 5.2.3).

Il Consiglio di Amministrazione di EGP ha utilizzato, quali criteri di valutazione principali, i seguenti metodi di valutazione:
- il metodo dell'attualizzazione dei flussi di cassa o *Discounted Cash Flow* (DCF), con approccio a "Somma delle Parti" (cfr. par. 5.5.1);
- il metodo delle quotazioni di Borsa (cfr. par. 5.5.2).
L'analisi del rapporto di cambio implicito nei prezzi *target* dei titoli Enel e EGP pubblicati dagli analisti finanziari è stata utilizzata come metodologia di controllo (cfr. par. 5.5.3).

Le valutazioni compiute dagli Amministratori delle Società sono state svolte in un'ottica stand-alone, vale a dire sulla base dei piani industriali separatamente elaborati da Enel e da EGP senza tenere conto degli effetti della Scissione.

Nei successivi paragrafi da 5.2 a 5.4 verrà riportata la descrizione dei metodi di valutazione adottati dagli Amministratori di Enel (par. 5.2), la sintesi dei risultati dagli stessi raggiunti (par. 5.3) e le difficoltà di valutazione da essi incontrate (par. 5.4).
Successivamente, nei paragrafi da 5.5 a 5.7 verrà riportata la descrizione dei metodi di valutazione adottati dagli Amministratori di EGP (par. 5.5), la sintesi dei risultati dagli stessi raggiunti (par. 5.6) e le difficoltà di valutazione da essi incontrate (par. 5.7).

5.2 I metodi di valutazione adottati dagli Amministratori di Enel e la relativa descrizione dagli stessi effettuata

5.2.1 Il metodo delle quotazioni di Borsa

Gli Amministratori di Enel riferiscono che il metodo delle quotazioni di borsa determina il valore della società oggetto di valutazione come capitalizzazione di Borsa derivante dai prezzi dei relativi titoli negoziati su mercati azionari regolamentati. In particolare, il metodo in esame è ritenuto rilevante ai fini della valutazione di società quotate in ipotesi di significativa liquidità dei titoli in esame. Secondo quanto emerge dalla Relazione degli Amministratori Enel, dottrina e prassi professionale suggeriscono inoltre, alla luce della potenziale volatilità di breve periodo, di tenere conto dei risultati desumibili dalle quotazioni di Borsa anche attraverso il calcolo di medie su diversi orizzonti temporali.

Secondo quanto illustrato dagli Amministratori Enel nella propria relazione, il rapporto tra i prezzi di Borsa (come forniti dal *database* FactSet) a cui sono stati scambiati i titoli Enel ed EGP permette pertanto di derivare un rapporto di cambio implicito, in funzione dei diversi orizzonti temporali considerati.

Il Consiglio di Amministrazione di Enel ha inoltre ritenuto che le quotazioni di Borsa di Enel ed EGP fossero significative, in ragione dei livelli di capitalizzazione e di liquidità delle stesse, dell'estesa copertura da parte della ricerca dei *broker* e delle principali banche di investimento nonché della presenza di un diffuso azionariato presso gli investitori istituzionali nazionali ed internazionali.
Gli Amministratori di Enel riferiscono che l'applicazione del metodo dei corsi borsa ha comportato l'osservazione di rapporti di cambio rilevati giornalmente sulla base dei relativi valori di scambio di Enel ed EGP. Tali rapporti di cambio sono stati osservati, secondo quanto illustrato nella Relazione degli Amministratori Enel, nell'ambito di vari periodi temporali precedenti il 30 settembre u.s. (incluso) e il 26 ottobre u.s. (incluso). Tali date sono state considerate dal Consiglio di Amministrazione di Enel come le ultime date utili ai fini della metodologia in discussione, in quanto:
- in data 1 ottobre u.s. il Consiglio di Amministrazione di Enel ha deliberato di avviare il

processo di analisi e studio dell'operazione in oggetto;
- in data 27 ottobre u.s. i prezzi di Borsa di Enel ed EGP sono stati influenzati in misura significativa dalle speculazioni di mercato circa un possibile annuncio dell'operazione in oggetto o di un'operazione similare.
Relativamente alle medie dei rapporti di cambio giornalieri osservate, gli Amministratori di Enel hanno considerato le medie a 1, 3, 6, 12 mesi e a partire dalla data di quotazione di EGP. La scelta di tali periodi di riferimento, in aggiunta alle osservazioni al 30 settembre e 26 ottobre 2015, è stata determinata – illustrano gli Amministratori di Enel – dall'esigenza di neutralizzare eventuali fluttuazioni di breve periodo manifestatesi nel livello delle quotazioni relative dei due titoli, dando allo stesso tempo adeguato rilievo ai prezzi negoziati più recentemente.

5.2.2 Il metodo dell'attualizzazione dei flussi di cassa o Discounted Cash Flow *(DCF)*

Secondo quanto riportato nella Relazione degli Amministratori ENEL, tale metodologia di valutazione viene adottata al fine di riflettere i flussi di cassa operativi che una società potrebbe generare in futuro, nonché al fine di coglierne le rispettive specificità in termini di profittabilità, crescita, livello di rischio, struttura patrimoniale e livello atteso di investimenti.

In base a questo metodo, il valore del capitale economico di una società è stimato come somma algebrica di:
a) valore attuale dei flussi di cassa operativi "*unlevered*" attesi dai rispettivi *Business Plan*;
b) valore terminale;
c) debito finanziario netto, inclusivo di TFR e altri benefici ai dipendenti, poste rilevanti di fondi rischi ed oneri e imposte differite nette (a deduzione);
d) valore di eventuali attività accessorie o non operative e di attività possedute per la vendita (ad incremento) come espresso dalla seguente formula:

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

dove:
W = Valore capitale economico
FCt = Flusso di cassa operativo "*unlevered*" annuale atteso nel periodo t
VT = Valore terminale
DF = Debito finanziario netto, inclusivo di TFR e altri benefici ai dipendenti, poste rilevanti di fondi rischi ed oneri e imposte differite nette, alla data del 30 settembre 2015
AC = Valore di eventuali attività accessorie o non operative e di attività possedute per la vendita
n = Numero dei periodi di proiezione
WACC = Costo medio ponderato del capitale

I flussi operativi "*unlevered*" del periodo di proiezione esplicita sono determinabili analiticamente come segue:
+ Utile prima degli interessi e delle imposte (EBIT);

- Imposte teoriche sull'EBIT (al netto delle rettifiche di natura non monetaria considerate parte della base imponibile nella contabilità fiscale);
+ Ammortamenti/accantonamenti aventi natura non monetaria;
- Investimenti fissi;
+/- Variazioni del capitale circolante netto.

Il costo medio ponderato del capitale (WACC) utilizzato per l'attualizzazione dei flussi di cassa

attesi e del valore terminale è calcolato come media ponderata del costo del capitale proprio e dell'indebitamento mediante la seguente formula:

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

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 dell'investimento, calcolato sulla base della teoria del Capital Asset Pricing Model attraverso la seguente formula:

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

dove:
Ke = Costo del capitale di rischio
Rf = Tasso di rendimento atteso su investimenti privi di rischio
β = Coefficiente che misura la correlazione tra i rendimenti attesi dell'investimento considerato e i rendimenti attesi del mercato azionario di riferimento
Rm = Rendimento medio atteso su investimenti azionari del mercato azionario di riferimento
(Rm - Rf) = Premio di rendimento richiesto dal mercato azionario di riferimento (Rm) rispetto ad investimenti privi di rischio (Rf).

Come emerge dalla Relazione degli Amministratori Enel, il Consiglio di Amministrazione di Enel, ai fini della valutazione di Enel ed EGP sulla base del metodo in oggetto, ha seguito un approccio a "*Somma delle Parti*". Il valore di Enel ed EGP è stato quindi determinato come somma dei valori delle singole attività identificabili per ciascuna area di *business* / paese come identificate dal *management* delle due società, considerando le stesse come entità economiche valorizzabili autonomamente.

Ai fini della valorizzazione delle entità economiche che costituiscono le Società, gli Amministratori di Enel hanno valutato le stesse attraverso la predisposizione di specifici DCF per ognuna di queste utilizzando diverse ipotesi e stime di WACC e *Terminal Value* coerenti con il profilo dei singoli *asset*.

In particolare, per Enel gli Amministratori hanno utilizzato stime di WACC differenziate per ciascuna area di *business* / paese per il quale è stato predisposto uno specifico DCF; il Consiglio di Amministrazione di Enel riferisce di avere compiuto tale differenziazione in considerazione di:
- specifico tasso di rendimento atteso su investimenti privi di rischio (Rf) e specifico rendimento medio atteso su investimenti azionari del mercato azionario di riferimento di ciascun paese (Rm), coerentemente con il diverso profilo di rischio di ciascun paese;
- specifica aliquota fiscale di ciascun paese (t);

- specifico coefficiente beta per ciascuna area di business (β);

I WACC così stimati dagli Amministratori di Enel sono risultati in media ponderata tra 6,6% e 6,8% circa.

Per quanto concerne EGP, il Consiglio di Amministrazione di Enel ha utilizzato stime di WACC differenziate per ciascun paese per il quale è stato predisposto uno specifico DCF; analogamente a quanto compiuto per Enel, tale differenziazione è stata effettuata dagli Amministratori di Enel in considerazione di:
- specifico Rf e specifico Rm, coerentemente con il diverso profilo di rischio di ciascun paese;
- specifica aliquota fiscale di ciascun paese.

I WACC così stimati dagli Amministratori di Enel sono risultati in media ponderata pari a circa 6,2%.

Ai fini della determinazione della stima del *Terminal Value*, dalla Relazione degli Amministratori Enel emerge che gli Amministratori hanno utilizzato ipotesi specifiche per ciascuna area di *business* / paese (nel caso di Enel) o per ciascun paese (nel caso di EGP) per il quale è stato predisposto uno specifico DCF. Le stime di *Terminal Value* sono state elaborate dagli Amministratori di Enel in considerazione delle caratteristiche specifiche di ciascun *business* / paese e sulla base di dati, parametri ed ipotesi discussi e condivisi con il *management* delle Società e, in particolare, sono stati utilizzati i seguenti metodi con riferimento alle principali linee di *business* / paese:
- Enel: per le attività di distribuzione in Italia e in Spagna si è utilizzato un multiplo del capitale investito netto ai fini regolatori ("*RAB*"), compreso in un intervallo tra 1,1x e 1,2x; per le attività di vendita in Italia e in Spagna si è considerata la metodologia della *Annuity*, che assume che il flusso di cassa generato nell'ultimo anno, venga esteso per un determinato arco temporale; per le restanti attività di Enel, ad eccezione di EGP, si è utilizzata la metodologia del tasso di crescita perpetuo, con tassi di crescita di lungo periodo compresi tra 0,6% e 2,0%.
- EGP: si è utilizzata la metodologia del *Salvage Value* ovvero l'ammontare recuperabile al termine di una concessione o della vita utile di un impianto. Tale valore nella prassi viene spesso stimato come una percentuale dell'investimento iniziale opportunamente rivalutato. La metodologia è stata applicata in funzione della vita utile ponderata degli impianti di EGP in ciascun paese.

5.2.3 L'analisi del rapporto di cambio implicito nei prezzi target *dei titoli Enel e EGP pubblicati da broker e dalle principali banche di investimento*

La Relazione degli Amministratori Enel illustra che attraverso tale metodo vengono messe a confronto le valorizzazioni delle società coinvolte nell'operazione straordinaria derivanti dalle ricerche pubblicate da *broker* e da primarie banche di investimento nazionali ed internazionali al fine di confrontarne i relativi prezzi *target*, ricavandone un intervallo di rapporto di cambio.

Ai fini dell'applicazione di tale metodologia, gli Amministratori di Enel riportano nella propria relazione di avere tenuto conto delle ricerche pubblicate fino al 26 ottobre 2015 sia per Enel sia per EGP, escludendo eventuali pubblicazioni che richiamino una potenziale operazione straordinaria su EGP, al fine di evitare che tali prezzi *target* non riflettano pertanto una valutazione in ottica *standalone*.

5.3 Sintesi dei risultati derivanti dall'applicazione dei metodi valutativi adottati dagli Amministratori di Enel

Sono riportati qui di seguito gli intervalli del Rapporto di Cambio ai quali gli Amministratori di Enel sono pervenuti applicando i metodi di valutazione descritti ai paragrafi che precedono:

Metodologie di valutazione	Intervallo Rapporto di Cambio	
	Minimo	Massimo
Metodo delle Quotazioni di Borsa	0,42	0,49
Metodo DCF Somma delle Parti	0,42	0,51
Analisi dei prezzi *target* pubblicati da *broker*	0,28	0,58

5.4 Difficoltà di valutazione incontrate dagli Amministratori di Enel

Ai sensi degli artt. 2506-*ter* e 2501-*quinquies* del Codice Civile, ai fini dell'espletamento delle analisi valutative sopra descritte, gli Amministratori di Enel riferiscono di avere incontrato le seguenti difficoltà:

- i dati previsionali e le stime e proiezioni economico-finanziarie utilizzate ai fini delle valutazioni relative presentano, per loro natura, profili di incertezza circa l'effettiva prevedibilità della *performance* operativa e reddituale futura attesa, anche in relazione a possibili variazioni del contesto di riferimento;
- l'elevata volatilità dei mercati finanziari; al riguardo si sottolinea come l'attuale contesto finanziario internazionale si caratterizzi per estrema volatilità, con impatti talvolta significativi – quanto non prevedibili – non solo in riferimento ai prezzi di mercato delle società considerate, ma anche sulle stesse grandezze patrimoniali ed economico-finanziarie rilevanti;
- le metodologie di valutazione basate sulle proiezioni economico-finanziarie fanno riferimento ai *Business Plan standalone* approvati dai rispettivi Consigli di Amministrazione delle due società non certificati da parte del relativo revisore contabile;
- l'applicazione del metodo DCF con approccio a "*somma delle parti*" ha richiesto l'utilizzo di dati economici, finanziari e patrimoniali relativi alle singole aree di *business* / paesi in cui operano le società coinvolte, rendendo complessa l'allocazione delle voci alle singole *business unit* / paesi;
- sono state applicate metodologie di natura diversa, analitiche o di mercato, che hanno richiesto l'utilizzo di dati, parametri e ipotesi diversi. Nell'applicazione di tali metodologie, il Consiglio di Amministrazione di Enel ha considerato le caratteristiche ed i limiti impliciti in ciascuna di esse, sulla base della prassi valutativa professionale, nazionale ed internazionale;
- nell'applicazione della metodologia dei prezzi obiettivo espressi dalle ricerche degli analisti finanziari, sono stati presi in considerazione *report* pubblicati precedentemente all'approvazione dei nuovi *Business Plan* Enel ed EGP e le cui stime ed aspettative potrebbero essere diverse, anche in modo significativo, rispetto ai Business Plan recentemente approvati dai rispettivi Consigli;
- il Metodo dei Multipli è stato considerato non rilevante e poco affidabile data la ridotta comparabilità delle società oggetto di valutazione con altri operatori quotati, anche in considerazione della significativa presenza di *minorities* per quanto riguarda Enel.

5.5 I metodi di valutazione adottati dagli Amministratori di EGP e la relativa descrizione dagli stessi effettuata

5.5.1 Applicazione del metodo dell'attualizzazione dei flussi di cassa o Discounted Cash Flow (DCF) quale metodo principale

Gli Amministratori di EGP rilevano che il metodo DCF determina il valore di un'azienda o di un'attività economica nella sua globalità sulla base della capacità della stessa di generare flussi di cassa. Tale metodologia di valutazione è stata adottata al fine di cogliere le specificità di Enel Green Power ed Enel in termini di profittabilità, crescita, livello di rischio e struttura patrimoniale.

Il metodo del DCF è stato applicato dagli Amministratori di EGP in base al criterio della Somma delle Parti, ovvero il valore del capitale economico di ognuna delle due società è stato determinato come somma dei valori delle singole attività della stessa, intese come entità economiche valorizzabili autonomamente.

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

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

Dove:
W = valore del capitale economico
FCt = flusso di cassa annuale del deposito t
VT = valore terminale
DFt0 = 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.
In sede di calcolo del valore terminale, con l'obiettivo di riflettere le peculiarità delle attività oggetto di valutazione (a titolo esemplificativo, di carattere geografico, tecnologico e regolamentare), sono state utilizzate diverse metodologie quali la c.d. crescita perpetua, la c.d. "*annuity*" (crescita per un intervallo di tempo determinato) e il riferimento alla Regulated Asset Base (nel caso di attività regolate).
Il valore terminale ottenuto è poi trattato alla stregua di un flusso di cassa addizionale e quindi attualizzato come tutti gli altri flussi di cassa, al costo medio ponderato del capitale.

Il costo medio ponderato del capitale rappresenta la media ponderata (sulla base della struttura finanziaria 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 utilizzato 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 dell'investimento, calcolato sulla base della teoria del cosiddetto *Capital Asset Pricing Model attraverso la seguente formula:*

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

Dove:
Rf = tasso di rendimento atteso su investimenti privi di rischio
β = coefficiente che misura la correlazione tra i rendimenti attesi dell'investimento considerato e i rendimenti attesi del mercato azionario di riferimento
Rm = rendimento atteso su investimenti azionari del mercato azionario di riferimento
(Rm – Rf) = Premio di rendimento richiesto dal mercato azionario di riferimento (Rm) rispetto ad investimenti privi di rischio (Rf)

Ai fini della determinazione del costo medio ponderato del capitale (WACC), gli Amministratori di EGP hanno individuato specifici parametri utili per paese e *business unit* (generazione, distribuzione e vendita di elettricità) in funzione delle caratteristiche delle attività oggetto di valutazione.

Il Consiglio di Amministrazione di EGP riferisce di aver utilizzato il metodo valutativo del DCF al fine di cogliere le specificità di EGP e di Enel in termini di profittabilità, crescita, livello di rischio e struttura patrimoniale.

5.5.2 Il metodo delle quotazioni di Borsa quale metodo principale

Secondo quanto illustrato nella Relazione degli Amministratori EGP, il metodo delle quotazioni di Borsa permette di identificare il valore economico di una società con il valore attribuitole dal mercato borsistico nel quale le azioni della società sono negoziate.
La metodologia consiste nel valutare le azioni della società sulla base del prezzo di mercato ad una certa data oppure della media del prezzo delle azioni, registrata sul mercato azionario dove le azioni sono negoziate, nel corso di determinati intervalli di tempo.

In particolare, gli Amministratori di EGP ricordano che la scelta dell'intervallo di tempo sul quale calcolare la media dei prezzi deve raggiungere un equilibrio tra la mitigazione di eventuali volatilità di breve periodo (che renderebbe preferibile un orizzonte temporale più lungo) e la necessità di riflettere le più recenti condizioni di mercato e situazione della società da valutare (che porterebbe a privilegiare i prezzi più recenti). Inoltre, l'intervallo di tempo prescelto dovrebbe includere esclusivamente prezzi che non siano influenzati da notizie sulla potenziale operazione o da altre informazioni dall'effetto discorsivo ("*undisturbed*").

In relazione all'applicazione del metodo delle quotazioni di borsa, la Relazione degli Amministratori EGP illustra come, sia per Enel sia per EGP, non siano stati considerati i prezzi successivi al 26 ottobre 2015, ovvero ultimo giorno di mercato aperto antecedente il comunicato stampa congiunto delle Società con il quale, a seguito di indiscrezioni di stampa, queste ultime hanno reso noto al mercato l'esame di un'ipotesi di integrazione societaria delle attività di EGP in Enel.

L'applicazione del metodo dei corsi di borsa ha portato gli Amministratori di EGP all'individuazione del prezzo minimo e massimo dell'azione EGP e di Enel nei dodici mesi precedenti alla data del 26 ottobre 2015.

Solo con riferimento a EGP, in sede di analisi dei prezzi di mercato, gli Amministratori di EGP hanno tenuto conto anche dei premi, rispetto ai prezzi di mercato stessi, riconosciuti in specifiche operazioni di integrazione avvenute tra una società attiva nel settore delle energie rinnovabili e la rispettiva società controllante (più in particolare, EDF / EDF Energie Nouvelles e Iberdrola / Iberdrola Renovables). La Relazione degli Amministratori EGP rileva come i premi osservati in tali operazioni siano stati applicati ai prezzi di mercato *undisturbed* misurati su determinati orizzonti temporali e come sia stato ricavato un intervallo di prezzo per l'azione EGP che è stato poi rapportato al prezzo di chiusura dell'azione Enel osservato in data 26 ottobre 2015, al fine di ottenere un intervallo di valori di rapporti di cambio.

5.5.3 L'analisi del rapporto di cambio implicito nei prezzi target *dei titoli Enel e EGP pubblicati da broker e dalle principali banche di investimento quale metodo di controllo*

La metodologia consiste nell'analisi dei *Target Price* degli analisti di ricerca che coprono i titoli EGP ed Enel.
Analogamente a quanto accade per l'analisi dei corsi di borsa, i risultati derivanti dall'applicazione della metodologia in esame emergono da un processo logico differente da quello applicato da metodi valutativi di tipo tradizionale, vale a dire basati su esplicite ipotesi del valutatore in merito ai flussi futuri attesi, alla loro tempistica e livello di rischiosità, alla struttura del capitale attuale e prospettica.
Gli Amministratori di EGP affermano, tuttavia, che l'analisi dei *Target Price* degli analisti rappresentano un'indicazione ai fini della determinazione del valore di società i cui titoli siano quotati in borsa, in quanto completano il quadro dei riferimenti valutativi.

In analogia all'approccio valutativo adottato in sede di applicazione dei metodi di borsa, gli Amministratori di EGP, sia in relazione al titolo Enel sia al titolo EGP, non hanno considerato nell'analisi le ricerche predisposte dai *broker* successivamente al 26 ottobre 2015.

5.6. Sintesi dei risultati derivanti dall'applicazione dei metodi valutativi adottati dagli Amministratori di EGP

Sono riportati qui di seguito gli intervalli del Rapporto di Cambio ai quali gli Amministratori di EGP sono pervenuti applicando i metodi di valutazione descritti ai paragrafi che precedono:

Metodologia di Valutazione	Rapporto di cambio	
	Minimo	Massimo
Metodo dell'attualizzazione dei flussi di cassa	0.37	0.54
Metodo delle quotazioni di Borsa	0.38	0.51
Metodo delle quotazioni di Borsa con riferimento a premi in operazioni comparabili	0.47	0.52
Analisi dei prezzi obiettivo pubblicati dagli analisti finanziari	0.28	0.57

5.7 Difficoltà di valutazione incontrate dagli Amministratori di EGP

Ai sensi degli artt. 2506-*ter* e 2501-*quinquies* del Codice Civile, ai fini dell'espletamento delle analisi valutative sopra descritte, gli Amministratori di EGP riferiscono di avere incontrato le seguenti difficoltà:

- i dati previsionali e le stime e proiezioni economico-finanziarie utilizzate ai fini delle valutazioni relative presentano, per loro natura, profili di incertezza circa l'effettiva prevedibilità della performance operativa e reddituale futura attesa, anche in relazione a possibili variazioni del contesto di riferimento;
- l'elevata volatilità dell'attuale contesto dei mercati finanziari, suscettibile di cambiamenti significativi con potenziale impatto su alcune grandezze valutative inclusi, a titolo esemplificativo, i parametri utili per il calcolo del WACC;
- l'approccio a "somma delle parti" utilizzato nella metodologia del DCF ha reso necessaria una complessa allocazione di determinate grandezze economico, finanziarie e patrimoniali alle singole attività oggetto di valutazione;
- i volumi di contrattazione osservati per i titoli Enel e EGP evidenziano un diverso grado di liquidità tale da non rendere perfettamente omogenea l'applicazione del metodo delle quotazioni di Borsa;
- nell'applicazione della metodologia dei prezzi obiettivo espressi dalle ricerche degli analisti finanziari, sono stati presi in considerazione *report* pubblicati precedentemente all'approvazione dei nuovi *Business Plan* Enel e del nuovo *Business Plan* EGP e le cui stime ed aspettative potrebbero essere diverse, anche in modo significativo, rispetto al *Business Plan* Enel e al *Business Plan* EGP recentemente approvati dai rispettivi Consigli di Amministrazione;
- le metodologie basate sui multipli di borsa o derivanti da transazioni comparabili non sono state giudicate rilevanti, in quanto la comparabilità insita nelle società oggetto di transazione è risultata inficiata da differenze concernenti principalmente i contesti regolatori, la durata e le caratteristiche degli incentivi, il differente *mix* geografico e tecnologico ed i progetti di sviluppo rispetto alla capacità installata.

5.8 Il Rapporto di Cambio

Sulla base delle metodologie valutative sopra descritte, in data 17 novembre 2015 il Consiglio di Amministrazione di Enel e il Consiglio di Amministrazione di EGP, considerando i valori per azione come sopra determinati e i conseguenti *range* di concambio, dopo aver esaminato e fatto proprie le valutazioni e le *Fairness Opinion* dei rispettivi *Advisors* e, quanto a EGP, preso atto del motivato parere favorevole del Comitato Parti Correlate, hanno approvato il seguente Rapporto di Cambio tra le azioni EGP e le azioni Enel, che risulta compreso in tutti gli intervalli

di valutazione indicati ai paragrafi 5.3 e 5.6 che precedono:

0,486 Azioni Enel del valore nominale di Euro 1,00
per ogni azione EGP del valore nominale di Euro 0,20.

Non sono previsti conguagli in denaro.

6 LAVORO SVOLTO

Nell'ambito dell'esecuzione dell'incarico conferitoci, abbiamo svolto le procedure richieste per la corretta esecuzione dell'incarico secondo la prassi consolidata, e in particolare abbiamo:

- analizzato il Progetto di Scissione ed i relativi allegati;
- effettuato una lettura critica delle Relazioni degli Amministratori, nonché delle *Fairness Opinion* e dei Documenti degli *Advisors* nominati dal Consiglio di Amministrazione di Enel e dal Consiglio di Amministrazione di EGP, per verificare l'uniformità dei procedimenti seguiti dagli Amministratori delle Società nella determinazione del Rapporto di Cambio, nonché l'omogeneità di applicazione dei metodi di valutazione;
- analizzato, sulla base di discussioni con le Direzioni delle Società ed i loro rispettivi *Advisors*, il lavoro da loro svolto per l'individuazione dei criteri di determinazione del Rapporto di Cambio, onde riscontrarne l'adeguatezza, in quanto, nelle circostanze, ragionevoli, motivati e non arbitrari;
- riscontrato, con gli esiti indicati nella presente relazione, la non contraddittorietà delle motivazioni degli Amministratori di entrambe le Società riguardanti i metodi valutativi da essi adottati ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio;
- considerato gli elementi necessari ad accertare che tali metodi fossero tecnicamente idonei, nelle specifiche circostanze, a determinare il Rapporto di Cambio;
- verificata la coerenza dei dati utilizzati rispetto alle fonti di riferimento ed alla documentazione utilizzata, descritta al precedente par. 4;
- verificata la correttezza matematica del calcolo dei *range* di rapporti di cambio individuati dagli Amministratori delle Società mediante l'applicazione dei metodi di valutazione dagli stessi prescelti;
- svolto autonome analisi di sensitività, nell'ambito dei metodi adottati dai Consigli di Amministrazione per la valutazione di Enel e di EGP, con l'obiettivo di verificare quanto i risultati possano essere influenzati da variazioni nelle ipotesi valutative e nei parametri assunti;
- svolto autonome analisi sull'andamento delle quotazioni di borsa di Enel ed EGP in diversi orizzonti temporali, nonché verificata l'accuratezza dei conteggi effettuati dagli Amministratori;
- raccolto, attraverso colloqui con le Direzioni delle Società ed i loro rispettivi *Advisors*, informazioni circa gli eventi verificatisi dopo la predisposizione delle Situazioni di Riferimento, e ottenuto specifiche ed espresse attestazioni che, per quanto a conoscenza degli organi amministrativi, non sono intervenute variazioni rilevanti, né fatti e circostanze

che rendano opportune modifiche significative ai dati ed alle informazioni presi in considerazione nello svolgimento delle nostre analisi, né si sono verificati eventi tali da modificare le valutazioni espresse dagli Amministratori per la determinazione del Rapporto di Cambio.

Le sopradescritte attività sono state svolte nella misura ritenuta necessaria per le finalità dell'incarico, indicate nel precedente paragrafo 3.

7. COMMENTI E PRECISAZIONI SULL'ADEGUATEZZA DEI METODI DI VALUTAZIONE ADOTTATI DAGLI AMMINISTRATORI PER LA DETERMINAZIONE DEL RAPPORTO DI CAMBIO DELLE AZIONI

Con riferimento al presente incarico riteniamo opportuno sottolineare che la finalità principale del procedimento decisionale degli Amministratori è consistita in una stima dei valori economici relativi ad Enel ed a EGP, effettuata attraverso l'applicazione di criteri omogenei ai fini dell'ottenimento di valori fra loro comparabili.
Nelle valutazioni per operazioni di scissione, infatti, la finalità ultima non è tanto la determinazione dei valori assoluti del capitale economico delle società interessate, quanto piuttosto l'individuazione di valori confrontabili in sede di determinazione del rapporto di cambio.
Per tale ragione, le valutazioni per operazioni di scissione hanno significato nel loro profilo relativo e non possono essere, di per sé, assunte quali stime del valore assoluto delle società in relazione a diverse operazioni.

Gli Amministratori hanno fissato in modo puntuale il Rapporto di Cambio da sottoporre all'approvazione delle rispettive Assemblee degli Azionisti, individuandolo all'interno di intervalli di valori determinati con l'ausilio dei rispettivi *Advisors*.
La determinazione finale del Rapporto di Cambio effettuata dagli Amministratori, anche tenuto conto delle dinamiche negoziali intervenute tra le parti ed evidenziate nelle delibere dei Consigli di Amministrazione del 17 novembre 2015, si è posizionata al livello di n. 0,486 azioni Enel per ogni n. 1 azione EGP. Su tale valore puntuale gli *Advisors* hanno emesso le *Fairness Opinion* e i Documenti degli *Advisors* riepilogati nel par. 4.

Le Relazioni predisposte dagli Amministratori di Enel e di EGP per illustrare l'operazione di Scissione indicano le metodologie dagli stessi adottate, con il supporto dei rispettivi *Advisors*, ed i risultati ottenuti per ciascuna di esse ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio.
Al riguardo, esprimiamo di seguito le nostre considerazioni sull'adeguatezza, in termini di ragionevolezza e non arbitrarietà, dei metodi di valutazione adottati dagli Amministratori di Enel ed EGP per la determinazione del Rapporto di Cambio, nonché sulla loro corretta applicazione.

- L'approccio metodologico complessivamente adottato dagli Amministratori risulta in linea con la prassi valutativa e la tecnica professionale prevalente. La valutazione del capitale economico di Enel e di EGP è stata effettuata dai Consigli di Amministrazione per le finalità specifiche dell'operazione in esame, utilizzando metodi comunemente accettati e largamente condivisi dalla prassi professionale.
- Nell'applicazione delle metodologie valutative da loro prescelte, gli Amministratori hanno opportunamente considerato le caratteristiche ed i limiti impliciti in ciascuna di esse, sulla base delle tecniche valutative professionali, nazionali ed internazionali, normalmente seguite.
- Le Società sono state valutate ricorrendo a una pluralità di metodi, secondo un approccio

ampiamente condiviso nella prassi in quanto consente di sottoporre a verifica i valori relativi stimati per ogni Società. In particolare, l'adozione da parte degli Amministratori di una pluralità di metodologie ha consentito loro di conseguire una considerevole copertura di analisi, che ha portato all'individuazione di *range* di rapporti di cambio, confermati anche dalle *Fairness Opinion* e dai Documenti degli *Advisors*.

- Come anticipato, in considerazione delle caratteristiche specifiche dell'operazione, i Consigli di Amministrazione hanno proceduto ad effettuare valutazioni delle Società con l'ottica di esprimere una stima dei valori delle stesse, dando preminenza all'omogeneità e alla comparabilità dei criteri adottati. I criteri valutativi selezionati dai Consigli di Amministrazione sono dunque improntati ad un principio di omogeneità valutativa in grado, nel contempo, di cogliere le caratteristiche specifiche delle singole società coinvolte. In tale contesto, la scelta operata dai Consigli di Amministrazione appare, nelle circostanze, ragionevole e non arbitraria.

- Le valutazioni di Enel e EGP sono state effettuate dagli Amministratori in un'ottica *stand alone*, ossia prescindendo da ogni considerazione concernente l'impatto degli eventuali benefici operativi, finanziari o di altra natura attesi per effetto della Scissione. Tali possibili benefici, pur essendo suscettibili di generare valore incrementale, non influenzano la definizione del valore relativo delle Società ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio. Tale scelta risulta ragionevole ed appare in linea con l'orientamento consolidato della migliore dottrina aziendalistica e con la prassi costante di tale tipologia di operazioni.

- Nel caso di specie, gli Amministratori di Enel hanno ritenuto di utilizzare un *panel* di metodi (metodo delle quotazioni di Borsa, metodo DCF con approccio somma delle parti e metodo dei prezzi obiettivo degli analisti finanziari) attribuendo ad essi pari dignità, circostanza che non ha comportato né la necessità di individuare criteri di importanza relativa, né l'utilizzo di metodologie di controllo. Gli Amministratori di EGP hanno invece ritenuto di utilizzare, per ciascuna delle società oggetto di valutazione, due metodi principali (DCF con approccio somma delle parti e metodo delle quotazioni di Borsa) e un metodo di controllo (metodo dei prezzi obiettivo degli analisti finanziari). Entrambi gli approcci appaiono ragionevoli e sono ugualmente riscontrabili nella prassi valutativa.

- La scelta degli Amministratori di entrambe le Società di adottare, ai fini delle proprie rispettive valutazioni, sia criteri economico-analitici, sia criteri di mercato, appare nelle circostanze ragionevole e non arbitraria. I metodi di tipo analitico e quelli di mercato in effetti risultano, ad oggi, quelli più diffusamente applicati, in considerazione sia della solidità e coerenza dei principi teorici di base, sia della maggiore familiarità presso investitori, esperti ed osservatori internazionali.

- È in linea con la prassi e la tecnica professionale l'utilizzo da parte degli Amministratori, per la valutazione di entrambe le Società, della metodologia DCF. Il metodo DCF risulta di ampio utilizzo nella prassi aziendalistica internazionale e rientra tra i metodi basati sui flussi di cassa prospettici, riconosciuti dalla migliore dottrina e dai principi di valutazione generalmente riconosciuti. A tale proposito, nelle Relazioni di entrambi i Consigli di Amministrazione vengono sinteticamente illustrate le caratteristiche teoriche della metodologia valutativa in oggetto e le scelte effettuate per l'individuazione di taluni parametri. Le determinazioni cui sono pervenuti gli Amministratori al riguardo sono state da noi verificate, anche sulla base della documentazione di dettaglio messa a disposizione dagli Amministratori e dai rispettivi *Advisors*, e risultano, nelle circostanze, adeguate da un punto di vista tecnico e ragionevoli.

- La metodologia DCF è stata applicata da entrambi i Consigli di Amministrazione in base al criterio della somma delle parti (cd. "*Sum of the Parts*" o "*SOTP*"): il valore del capitale economico di ognuna delle due Società è stato dunque determinato dagli Amministratori come somma dei valori delle singole attività della stessa, intese come entità economiche valorizzabili autonomamente. La valorizzazione delle diverse entità economiche è stata dunque effettuata dagli Amministratori attraverso la predisposizione di appositi DCF per ognuna di esse, utilizzando diverse ipotesi e stime di WACC e *Terminal Value* coerenti con il profilo dei singoli *asset*. Tale approccio, frequentemente adottato per la valutazione di società operanti in diverse aree di *business* o *asset class* in quanto consente di coglierne appieno le rispettive specificità, appare appropriato e conforme ai principi espressi dalla migliore dottrina aziendalistica. Gli Amministratori ed i rispettivi *Advisors* di Enel e di EGP hanno utilizzato orizzonti temporali di dieci anni di proiezione esplicita dei *Business Plan*, adottando un approccio omogeneo nell'applicazione del DCF ad entrambe le Società.

- Il riferimento alla metodologia delle quotazioni di Borsa, individuata anch'essa dagli Amministratori di entrambe le Società quale metodologia principale, è comunemente accettato ed utilizzato a livello sia nazionale sia internazionale ed è in linea con il costante comportamento della prassi professionale, trattandosi di società con azioni quotate in mercati regolamentati. In effetti le quotazioni di Borsa rappresentano, di regola, un parametro imprescindibile per la valutazione di società quotate. Le quotazioni di borsa esprimono infatti, in un mercato efficiente, il valore attribuito dal mercato alle azioni oggetto di trattazione e conseguentemente forniscono indicazioni rilevanti in merito al valore della società cui le azioni si riferiscono, in quanto riflettono le informazioni a disposizione degli analisti e degli investitori, nonché le aspettative degli stessi circa l'andamento economico e finanziario della società.

- Nell'applicazione nel caso di specie del metodo di borsa sono stati utilizzati, dagli Amministratori delle due Società, valori rilevati su intervalli temporali di diversa ampiezza a partire da date di riferimento anteriori rispetto a quelle delle rispettive Relazioni. Il Consiglio di Amministrazione di Enel ha analizzato l'andamento dei titoli Enel e EGP su diversi orizzonti temporali antecedenti il 1 ottobre 2015 (corrispondente alla data del Consiglio di Amministrazione di Enel che ha deliberato di avviare il processo di analisi e studio dell'operazione) e il 27 ottobre 2015 (data del comunicato stampa congiunto delle Società a seguito della diffusione sul mercato di *rumors* relativi ad una possibile operazione di scissione o ad un'operazione similare). A sua volta, il Consiglio di Amministrazione di EGP ha analizzato l'andamento dei titoli Enel e EGP su diversi orizzonti temporali antecedenti il 27 ottobre 2015, data del sopra richiamato comunicato stampa congiunto delle Società. La scelta degli Amministratori di effettuare le loro analisi su orizzonti temporali diversi utilizzando date di riferimento differenziate, al fine di riscontrare esclusivamente periodi temporali cd. *undisturbed*, vale a dire non influenzati dalla diffusione al mercato di notizie in ordine all'operazione, appare in linea con la migliore dottrina e prassi valutativa ed è pertanto da ritenersi ragionevole e non arbitraria.

- Sotto il profilo dell'ampiezza degli intervalli temporali presi a riferimento ai fini della rilevazione delle medie dei prezzi di Borsa, si sottolinea come gli Amministratori delle Società abbiano adottato approcci differenti.

- In particolare, gli Amministratori di Enel hanno preso a riferimento i rapporti di cambio impliciti rilevati giornalmente sulla base dei relativi prezzi di Borsa di Enel ed EGP. Tali rapporti di cambio impliciti sono stati osservati (i) quali valori puntuali in corrispondenza dei giorni del 30 settembre 2015 e del 26 ottobre 2015; (ii) quali medie 1, 3, 6 e 12 mesi a

decorrere dalle date indicate *sub* i); (iii) quali medie a decorrere dalle date indicate *sub* i) alla data di quotazione di EGP nel novembre 2010. Per comodità di informativa, si riportano nella tabella che segue i valori del rapporto di cambio implicito rilevati dagli Amministratori nei suddetti intervalli temporali:

Data di riferimento	Puntuale	Media 1 mese	Media 3 mesi	Media 6 mesi	Media 12 mesi	Media da IPO
30 settembre 2015	0.42x	0.42x	0.43x	0.42x	0.44x	0.49x
26 ottobre 2015	0.44x	0.43x	0.43x	0.42x	0.44x	0.49x

I valori inferiore (0,42x) e superiore (0,49x) tra quelli rivenienti dalle suddette rilevazioni, evidenziati in grigio nella tabella sopra riportata, sono stati individuati dagli Amministratori di Enel quali estremi del *range* del Rapporto di Cambio in relazione alla metodologia delle quotazioni di Borsa.

La scelta degli Amministratori di Enel in ordine a tali periodi di riferimento, senz'altro ampi rispetto a quanto usualmente riscontrabile nella prassi, in particolare per quanto riguarda la parte alta del *range*, è stata motivata con l'esigenza di neutralizzare eventuali fluttuazioni di breve periodo manifestatesi nel livello delle quotazioni relative dei due titoli, dando allo stesso tempo adeguato rilievo ai prezzi negoziati più recentemente. Gli Amministratori di Enel hanno in effetti ritenuto rilevante, ai fini dell'individuazione di *range* di rapporti di cambio, l'intero arco temporale risalente sino al novembre 2010, vale a dire al momento dell'avvio delle quotazioni di EGP. A nostro avviso, tale scelta è ragionevolmente riconducibile, nelle circostanze, ad un'esigenza di considerare gli effetti della Scissione nei confronti degli azionisti EGP, diversi da Enel, tenendo conto dell'originaria IPO.

- Con riferimento invece alle modalità applicative prescelte dagli Amministratori di EGP nell'ambito della metodologia delle quotazioni di Borsa, si segnala come essi abbiano osservato l'andamento del prezzo ufficiale delle azioni Enel e EGP nei 12 mesi antecedenti il 27 ottobre 2015. All'esito dell'analisi, gli Amministratori hanno preso a riferimento i valori minimo (0,38x) e massimo (0,51x) dei rapporti di cambio impliciti rilevati giornalmente nel suddetto arco temporale di riferimento. La scelta metodologica effettuata dagli Amministratori di EGP, con l'ausilio dei propri *Advisors*, appare comunemente riscontrabile nell'ambito della prassi valutativa per tale tipologia di operazioni ed è anch'essa motivata sulla base dell'esigenza di raggiungere un equilibrio tra la mitigazione di eventuali volatilità di breve periodo, che renderebbe preferibile un orizzonte temporale più lungo, e la necessità di riflettere le più recenti condizioni di mercato e situazione della società da valutare, che porterebbe invece a privilegiare i prezzi più recenti.

- Con esclusivo riferimento alla valutazione di EGP, nell'ambito dell'analisi dei prezzi di mercato gli Amministratori di EGP hanno ritenuto di tenere conto anche dei premi, rispetto ai prezzi di mercato stessi, riconosciuti in due selezionate operazioni precedenti ritenute comparabili con quella in esame, in quanto risultanti nell'integrazione tra la società attiva nel settore delle energie rinnovabili e la rispettiva società controllante con attività diversificate nel settore energetico (segnatamente, EDF / EDF Energie Nouvelles e Iberdrola / Iberdrola Renovables). Gli Amministratori di EGP hanno applicato i premi osservati in dette operazioni ai prezzi di mercato *undisturbed* dell'azione EGP misurati sugli orizzonti temporali a 1 (premi riscontrati dagli *Advisors* Mediobanca e Barclays rispettivamente in 13,1% – 13,3%) e 12 mesi (premi riscontrati rispettivamente in 27,1% – 21,3%). L'intervallo di prezzo così ricavato dall'applicazione dei premi in merito all'azione EGP è stato rapportato al prezzo di chiusura dell'azione Enel osservato in data 26 ottobre 2015, consentendo agli Amministratori di EGP di individuare un intervallo di valori di rapporti di cambio ricompreso tra 0,47x e 0,52x.

- La metodologia dei prezzi obiettivo espressi dagli analisti finanziari appartiene ai criteri di mercato e permette di apprezzare il valore e l'appetibilità di una società sulla base delle informazioni disponibili al mercato, al momento della valutazione, circa la società e il suo settore di riferimento. Come anticipato, al metodo in esame è stata attribuita dagli Amministratori di Enel eguale rilevanza al pari delle altre metodologie utilizzate (DCF e quotazioni di Borsa). Gli Amministratori di EGP hanno invece utilizzato la metodologia dei prezzi obiettivo quale metodo di controllo. Nel caso specifico, la scelta degli Amministratori sia di Enel sia di EGP di utilizzare, con riferimento alle Società, solo i *report* degli analisti pubblicati antecedentemente al 26 ottobre 2015, e dunque non influenzati dai *rumors* relativi all'operazione, appare ragionevole, motivata e non arbitraria.
- Le analisi di sensitività da noi elaborate per valutare l'impatto di variazioni nelle differenti ipotesi valutative e nei parametri assunti nell'ambito delle metodologie adottate dagli Amministratori, nonché l'analisi dell'accuratezza, anche matematica, della loro applicazione, confermano la ragionevolezza e non arbitrarietà dei risultati raggiunti dagli Amministratori stessi.
- Anche sotto il profilo delle ulteriori metodologie che gli Amministratori hanno ritenuto non utilizzabili nel caso di specie, le Relazioni forniscono opportuna illustrazione. Gli Amministratori di Enel riferiscono espressamente di non avere preso in considerazione, nell'ambito del loro processo valutativo, la metodologia dei multipli di mercato, che consiste nell'applicare all'azienda oggetto di valutazione una serie di moltiplicatori implicitamente espressi dal valore di mercato di società quotate comparabili. Tale scelta è motivata in quanto detta metodologia è stata considerata non rilevante e non sufficientemente affidabile, data la ridotta comparabilità delle Società con altri operatori quotati, anche in considerazione della significativa presenza di *minorities* per quanto riguarda Enel. Gli Amministratori di EGP motivano a loro volta la mancata considerazione, ai fini del loro processo valutativo, sia del metodo dei multipli di borsa, sia dall'ulteriore metodo dei multipli di transazioni comparabili (in base al quale, come noto, i moltiplicatori sono ricavati da operazioni di acquisizione che hanno avuto a oggetto aziende di dimensioni e caratteristiche confrontabili). Gli Amministratori di EGP riconducono la loro scelta al fatto che la comparabilità insita nelle Società è stata ritenuta inficiata da differenze concernenti principalmente i contesti regolatori, la durata e le caratteristiche degli incentivi, il differente *mix* geografico e tecnologico ed i progetti di sviluppo rispetto alla capacità installata. Le scelte degli Amministratori appaiono dunque, nelle specifiche circostanze, motivate e non arbitrarie.

In linea con la prassi per tale tipologia di operazioni, sulla base dei *range* risultanti delle diverse metodologie rispettivamente sviluppate, il Rapporto di Cambio che sarà proposto alle rispettive Assemblee (pari a n. 0,486 azioni Enel ogni n. 1 azione EGP) è stato definito dagli Amministratori delle Società anche tenendo conto della fase negoziale intervenuta tra le parti. Il Rapporto di Cambio, oggetto del presente parere, si posiziona generalmente nella fascia alta dei *range* individuati attraverso l'applicazione di ciascuna delle metodologie prescelte e si colloca sempre all'interno di tutti i *range* di rapporti individuati sia dagli Amministratori di Enel, sia dagli Amministratori di EGP. Tale elemento rappresenta un'ulteriore conferma, sempre sotto i profili della ragionevolezza e non arbitrarietà, in ordine all'adeguatezza nelle circostanze delle considerazioni svolte nel presente paragrafo.

8. LIMITI SPECIFICI INCONTRATI DAL REVISORE ED EVENTUALI ALTRI ASPETTI DI RILIEVO EMERSI NELL'ESPLETAMENTO DEL PRESENTE INCARICO

i) In merito alle difficoltà ed ai limiti incontrati nello svolgimento del nostro incarico, si richiama l'attenzione su quanto segue:

- Le valutazioni effettuate dai Consigli di Amministrazione attraverso l'applicazione della metodologia DCF si fondano su previsioni economico-patrimoniali desunte dai piani industriali delle Società. Deve essere sottolineato che i dati prospettici e le ipotesi utilizzate dagli Amministratori ai fini della loro elaborazione, per loro natura, contengono elementi di incertezza, anche in considerazione del prolungato periodo di proiezione esplicita, e sono soggetti a variazioni, anche significative, in caso di cambiamenti del contesto di mercato, dello scenario macroeconomico e del quadro normativo e regolamentare di riferimento del settore. Va inoltre tenuto presente che, a causa dell'aleatorietà connessa alla realizzazione di qualsiasi evento futuro, sia per quanto concerne il concretizzarsi dell'accadimento, sia per quanto riguarda la misura e la tempistica della sua manifestazione, lo scostamento fra i valori consuntivi e i dati previsionali potrebbe essere significativo, anche qualora si manifestassero effettivamente gli eventi previsti nell'ambito delle assunzioni utilizzate.

- L'applicazione del metodo DCF con approccio a "*somma delle parti*" ha richiesto l'utilizzo di dati economici, finanziari e patrimoniali relativi alle singole aree di *business* o ai paesi in cui operano le società coinvolte, rendendo complesse l'allocazione delle voci alle singole *business unit* / paesi e alcune stime.

- Le valutazioni basate su metodi che utilizzano variabili e parametri di mercato, come il metodo delle quotazioni di borsa e dei prezzi obiettivo espressi dagli analisti, sono soggette all'andamento proprio dei mercati finanziari. L'andamento dei mercati finanziari, sia italiani che internazionali, ha evidenziato una tendenza a presentare oscillazioni rilevanti nel corso del tempo soprattutto in relazione all'incertezza del quadro economico generale. Ad influenzare l'andamento dei titoli possono anche intervenire pressioni speculative in un senso o nell'altro, del tutto slegate dalle prospettive economiche e finanziarie delle singole società. L'applicazione dei metodi di mercato può individuare, pertanto, valori tra loro differenti, in misura più o meno significativa, a seconda del momento in cui si effettui la valutazione.

- Nella determinazione del Rapporto di Cambio, oggetto del presente parere, gli Amministratori non hanno utilizzato, né con finalità di metodologie principali, né ai fini di controllo, il metodo dei multipli di mercato e il metodo dei multipli di transazioni comparabili, in quanto ritenuti dagli Amministratori non concretamente applicabili nel caso di specie. Nelle Relazioni degli Amministratori sono illustrate le ragioni alla base di dette scelte metodologiche, già oggetto di nostre considerazioni nel precedente par. 7.

- Le Relazioni degli Amministratori non illustrano direttamente i dettagli analitici in ordine ai differenti parametri utilizzati per lo sviluppo dei vari metodi e ai *range* di valori unitari di Enel e EGP rivenienti dall'applicazione di ciascuna delle metodologie prescelte. Tali elementi e dettagli sono stati comunque messi a nostra disposizione, com'è prassi, dagli Amministratori e dagli *Advisors* nella documentazione complessivamente da noi richiesta e utilizzata nel corso dello svolgimento del lavoro.

ii) Si richiama inoltre l'attenzione sui seguenti aspetti di rilievo:

- L'efficacia della Scissione è subordinata alla circostanza che il valore di liquidazione complessivo delle azioni EGP in relazione alle quali dovesse essere validamente esercitato il Diritto di Recesso e il Diritto di Vendita non sia superiore a Euro 300.000.000. Secondo quanto riferito dagli Amministratori nelle rispettive Relazioni, detta condizione sospensiva si intenderà ugualmente realizzata, anche in caso di superamento del limite sopraindicato, qualora Enel, entro 60 giorni di calendario dall'iscrizione presso il Registro delle Imprese di Roma dell'ultima delle delibere assembleari di approvazione della Scissione *ex* art. 2502 del Codice Civile, dichiari la sua intenzione di procedere all'acquisto di tutte le azioni per le quali sono stati esercitati i sopra richiamati diritti.
- La Scissione verrà sottoposta alle Assemblee dei Soci di Enel e di EGP sulla base delle situazioni patrimoniali delle Società riferite alla data del 30 settembre 2015, allegate al Progetto di Scissione. Le Relazioni degli Amministratori riferiscono che gli elementi patrimoniali attivi e passivi e i rapporti giuridici compresi nel Compendio Scisso saranno quelli effettivamente esistenti alla data di efficacia della Scissione, tenuto quindi conto anche delle variazioni che interverranno, in conseguenza della dinamica operativa aziendale, tra la data di riferimento della situazione patrimoniale al 30 settembre 2015 e la data di efficacia della Scissione. Eventuali differenze nella consistenza di tali elementi e rapporti oggetto del Compendio Scisso tra il 30 settembre 2015 e la data di efficacia della Scissione determineranno l'iscrizione di partite di credito/debito tra la società scissa e la società beneficiaria.
- Gli Amministratori riferiscono che la Scissione costituisce per EGP un'operazione di maggiore rilevanza con parti correlate ai sensi del Regolamento OPC e della procedura in materia di operazioni con parti correlate di EGP. Pertanto il Consiglio di Amministrazione di EGP ha approvato il Progetto di Scissione previo motivato parere favorevole del Comitato Parti Correlate di EGP sull'interesse di quest'ultima al compimento dell'operazione, nonché sulla convenienza e sulla correttezza sostanziale dei relativi termini e condizioni. In data 24 novembre 2015 è stato pubblicato da EGP il relativo "*Documento informativo relativo ad operazioni di maggiore rilevanza con parti correlate*" redatto sensi dell'art. 5 del Regolamento OPC, comprensivo dei pareri del Comitato Parti Correlate di EGP e degli *Advisors* Comitato OPC, riepilogati al precedente par. 4. Per quanto riguarda Enel, viceversa, gli Amministratori riferiscono che la Scissione, pur essendo effettuata con una parte correlata, è stata ritenuta esente dall'applicazione dell'apposita procedura per la disciplina delle operazioni con parti correlate di Enel, in quanto operazione realizzata con una società controllata in cui non sussistono interessi significativi di altre parti correlate, ai sensi dell'art. 14, comma 2, del Regolamento OPC e dell'art. 13.3, lett. d), della procedura in materia di operazioni con parti correlate di Enel. Esula ovviamente dall'oggetto della nostra attività e dal nostro parere ogni considerazione in ordine alle determinazioni degli Amministratori con riferimento all'applicabilità nel caso di specie della disciplina delle operazioni con parti correlate, nonché in ordine all'interesse delle Società all'effettuazione dell'operazione, oltre che alla convenienza e alla correttezza sostanziale dei relativi termini e condizioni.
- Esula inoltre dall'oggetto della nostra attività anche ogni considerazione in ordine alle determinazioni degli Amministratori circa la struttura dell'operazione, i relativi adempimenti, la tempistica, l'avvio e l'esecuzione dell'operazione stessa.
- Come anticipato al precedente par. 2, la Scissione comporterà l'assegnazione del Compendio Scisso a Enel la quale, alla data di efficacia della Scissione, aumenterà il

proprio capitale sociale di massime n. 1.769.040.000 azioni in favore dei soci di EGP. Dette azioni saranno dunque emesse al servizio del conferimento in natura del Compendio Scisso il quale, in conformità con quanto previsto dall'art. 2506-*ter*, comma 2, del Codice Civile, è stato oggetto di stima da parte di KPMG S.p.A. quale esperto in conformità a quanto previsto dall'art. 2343-*ter*, comma 2, lett. b), del Codice Civile. Ai sensi delle norme citate, l'importo dell'aumento del capitale di Enel a servizio del Rapporto di Cambio non potrà essere superiore al valore attribuito al Compendio Scisso dalla relazione di stima di detto esperto. Riteniamo opportuno segnalare che oggetto del presente parere sono esclusivamente le nostre considerazioni sull'adeguatezza, in termini di ragionevolezza e non arbitrarietà, nelle circostanze, dei criteri adottati dagli Amministratori per la determinazione del Rapporto di Cambio, nonché sulla corretta applicazione dei sopra richiamati criteri. Esula conseguentemente del presente parere qualsivoglia considerazione in ordine alle metodologie descritte al paragrafo "*Metodologie di valutazione utilizzate al fine della valutazione del Compendio Scisso*" della Relazione degli Amministratori Enel ed al paragrafo "*Metodologie di valutazione utilizzate al fine della determinazione del valore del Compendio Scisso e del rapporto percentuale tra il valore del Compendio Scisso ed Enel Green Power (pre-scissione)*" della Relazione degli Amministratori EGP, nonché alle loro concrete modalità di applicazione, che sono viceversa oggetto delle considerazioni dell'esperto individuato ai sensi dell'art. 2343-*ter*, comma 2, lett. b), del Codice Civile.

- Dalle Relazioni degli Amministratori non risultano vincoli di indisponibilità temporale per le azioni Enel di nuova emissione, con conseguente piena facoltà per ciascuno degli azionisti di EGP, a seguito della consegna delle nuove azioni Enel all'atto del perfezionamento dell'operazione di Scissione, di negoziare le suddette azioni sul mercato ai corsi di borsa in essere al momento della relativa negoziazione.

- Non risultano aumenti di capitale sociale già deliberati da parte di Enel e di EGP al servizio né di piani di *stock option*, né di emissioni di *warrant* o di prestiti obbligazionari convertibili in azioni delle Società.

iii) Si richiama inoltre l'attenzione sui seguenti presupposti, che vengono assunti a base delle conclusioni del presente parere:

- le valutazioni effettuate dagli Amministratori si basano sull'assunto che per ciascuna delle Società interessate alla Scissione non risultino essersi verificati eventi, fatti o atti tali da modificare in modo significativo il profilo patrimoniale, economico e finanziario delle Società medesime, e le rispettive valutazioni, nel periodo intercorrente tra le ultime situazioni civilistiche e consolidate disponibili e la data delle Relazioni degli Amministratori. Il presente parere si basa sul medesimo presupposto e sulla sua permanenza sino alla data delle determinazioni dei soci nelle rispettive Assemblee in merito all'operazione di Scissione, già convocate per l'11 gennaio 2016.

- Le valutazioni effettuate dagli Amministratori non considerano l'eventuale esercizio del Diritto di Recesso e del Diritto di Vendita, da parte degli azionisti di EGP che non abbiano concorso all'assunzione delle deliberazioni rilevanti, e dai suoi possibili effetti ed impatti futuri, in quanto allo stato ritenuti non quantificabili dagli Amministratori stessi. Il presente parere presuppone che l'eventuale esercizio di detti diritti non abbia effetto sul Rapporto di Cambio.

9. CONCLUSIONI

Sulla base della documentazione esaminata e delle procedure sopra indicate, tenuto conto della natura e portata del nostro lavoro come illustrate nella presente relazione, nonché di quanto indicato nel precedente paragrafo 8, riteniamo che i metodi di valutazione adottati dagli Amministratori delle Società, con l'assistenza dei rispettivi *Advisors*, siano adeguati in quanto, nelle circostanze, ragionevoli e non arbitrari, e che gli stessi siano stati correttamente applicati ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio **pari a n. 0,486 azioni di Enel S.p.A. del valore nominale di Euro 1,00 per ogni n. 1 azione di Enel Green Power S.p.A. del valore nominale di Euro 0,20. Non sono previsti conguagli in denaro.**

Roma, 10 dicembre 2015

PKF Italia S.p.A.

.....

Fioranna Negri
Socio