



ENEL GREEN POWER S.P.A.

**DOCUMENTO INFORMATIVO RELATIVO AD OPERAZIONI DI MAGGIORE RILEVANZA CON PARTI
CORRELATE**

redatto sensi dell'articolo 5 del regolamento adottato dalla Consob con delibera n. 17221 del 12 marzo
2010 e successivamente modificato con delibera n. 17389 del 23 giugno 2010

SCISSIONE PARZIALE NON PROPORZIONALE DI ENEL GREEN POWER S.P.A.

IN FAVORE DI ENEL S.P.A.

17 novembre 2015

Indice

PREMESSA.....	5
1. Avvertenze	6
1.1 Rischi connessi ai potenziali conflitti di interesse derivanti dall'Operazione	6
2. Informazioni relative all'Operazione	6
2.1 Descrizione delle caratteristiche, modalità, termini e condizioni dell'Operazione.....	6
2.1.1 Descrizione dell'Operazione.....	6
2.1.2 Rapporto di Cambio e modalità di assegnazione delle azioni di Enel agli azionisti di Enel Green Power.....	10
2.1.3 Metodologie di valutazione utilizzate ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio e del valore del Compendio Scisso.....	11
2.2 Consulenti coinvolti nell'Operazione, criteri di designazione e rapporti in essere con le Società Partecipanti alla Scissione.....	18
2.3 Indicazione delle parti correlate con cui l'Operazione è posta in essere, della natura della correlazione e, ove di ciò sia data notizia all'organo di amministrazione, della natura e della portata degli interessi di tali parti nell'Operazione	20
2.4 Motivazioni economiche e convenienza dell'Operazione	20
2.5 Illustrazione degli effetti economici, patrimoniali e finanziari dell'Operazione, fornendo almeno gli indici di rilevanza applicabili	22
2.6 Variazione dell'ammontare dei compensi dei componenti dell'organo di amministrazione di Enel Green Power e/o di società da questa controllate in conseguenza della Scissione.....	23
2.7 Eventuali componenti degli organi di amministrazione e di controllo, direttori generali e dirigenti di Enel Green Power coinvolti nell'Operazione	23
2.8 Indicazione degli organi o degli amministratori che hanno condotto o partecipato alle trattative e/o istruito e/o approvato l'Operazione, specificando i rispettivi ruoli, con particolare riguardo agli amministratori indipendenti	23
2.9 Se la rilevanza dell'Operazione deriva dal cumulo, ai sensi dell'art. 5, comma 2, di più operazioni compiute nel corso dell'esercizio con una stessa parte correlata, o con soggetti correlati sia a quest'ultima sia alla società, le informazioni indicate nei precedenti punti devono essere fornite con riferimento a tutte le predette operazioni	24
ALLEGATI.....	25

DEFINIZIONI

Si riporta un elenco delle principali definizioni e dei termini utilizzati all'interno del presente Documento Informativo. Tali definizioni e termini, salvo ove diversamente specificato, hanno il significato di seguito indicato. I termini definiti al singolare si intendono anche al plurale, e viceversa, ove il contesto lo richieda.

Aumento di Capitale	L'aumento di capitale che sarà deliberato dalla Società Beneficiaria a servizio dell'Operazione.
Comitato OPC	Il comitato composto da soli amministratori indipendenti di Enel Green Power, competente in materia di operazioni con parti correlate ai sensi della Procedura OPC.
Documento Informativo	Il presente documento informativo.
Esperto	L'esperto comune incaricato di redigere la relazione sulla congruità del Rapporto di Cambio ai sensi e per gli effetti dell'articolo 2501- <i>sexies</i> c.c., nonché la relazione di stima sul valore del Compendio Scisso, redatta in conformità con quanto previsto dall'art. 2506- <i>ter</i> , comma 2, c.c., ai fini dell'aumento di capitale di Enel.
Scissione ovvero Operazione	L'operazione di Scissione oggetto del Documento Informativo, le cui caratteristiche principali sono descritte nel successivo paragrafo 2.1.
Procedura OPC	La procedura in materia di operazioni con parti correlate, approvata dal Consiglio di Amministrazione di Enel Green Power in data 1° dicembre 2010, successivamente modificata da ultimo in data 3 febbraio 2014.
Progetto di Scissione	Il progetto di Scissione approvato dal Consiglio di Amministrazione di Enel Green Power in data 17 novembre 2015, come meglio specificato nei successivi paragrafi 2.1.1. e 2.8.
Rapporto di Cambio	Il rapporto di cambio determinato dal Consiglio di Amministrazione di Enel Green Power in data 17 novembre 2015, come meglio specificato nei successivi paragrafi 2.1.2. e 2.1.3.
Regolamento Emittenti	Regolamento adottato con delibera Consob n. 11971 del 14 maggio 1999 e successive modificazioni.
Regolamento OPC	Regolamento adottato dalla Consob con delibera n. 17221 del 12 marzo 2010 e modificato con delibera n. 17389 del 23 giugno 2010.
Società Partecipanti alla Scissione	Congiuntamente, Enel Green Power e Enel.
Enel ovvero Società Beneficiaria	Enel S.p.A., società con sede legale in Roma, Viale Regina Margherita n. 137, capitale sociale pari ad Euro 9.403.357.795,00 i.v., iscrizione al Registro delle Imprese di Roma e Codice fiscale n.

Enel Green Power ovvero **Società Scissa**

00811720580.

Enel Green Power S.p.A., società con sede legale in Roma, Viale Regina Margherita n. 125, capitale Sociale pari ad Euro 1.000.000.000,00 i.v., iscrizione al Registro delle Imprese di Roma e Codice fiscale n. 10236451000, soggetta all'attività di direzione e coordinamento di Enel S.p.A., ai sensi degli artt. 2497 e ss. c.c.

TUF

D.Lgs. 24 febbraio 1998, n. 58 e successive modifiche.

PREMESSA

Il Documento Informativo è stato predisposto da Enel Green Power, ai sensi dell'art. 5 del Regolamento OPC, al fine di illustrare il progetto di integrazione tra la stessa Enel Green Power (società di diritto italiano con azioni quotate in Italia sul Mercato Telematico Azionario e in Spagna sui mercati azionari di Madrid, Barcellona, Bilbao e Valencia tramite il sistema elettronico di *trading* spagnolo *Sistema de Interconexión Bursátil* "SIBE") ed Enel (società di diritto italiano con azioni quotate in Italia sul Mercato Telematico Azionario), che avrà luogo mediante la Scissione parziale non proporzionale della prima in favore della seconda.

In virtù del rapporto di controllo di diritto tra Enel Green Power ed Enel, ex art. 2359, comma 1, n. 1, c.c. e art. 93 del TUF, nonché della significatività dell'Operazione, quest'ultima costituisce un'operazione tra parti correlate di "maggiore rilevanza", ai sensi del Regolamento OPC e della Procedura OPC.

Pertanto, ai sensi dell'art. 8, comma 1, lett. b) del Regolamento OPC, nonché dell'art. 6 della Procedura OPC, il Comitato OPC di Enel Green Power è stato coinvolto nella fase delle trattative e dell'istruttoria relativa all'Operazione, attraverso la ricezione di un flusso informativo completo e tempestivo. Il Comitato OPC ha, quindi, rilasciato, in data 16 novembre 2015, un motivato parere favorevole sull'interesse di Enel Green Power al compimento dell'Operazione, nonché sulla convenienza e sulla correttezza sostanziale delle relative condizioni (cfr. paragrafo 2.8).

Il Progetto di Scissione è stato approvato in data 17 novembre 2015 dal Consiglio di Amministrazione di Enel Green Power, previo motivato parere favorevole del Comitato OPC, nonché in pari data dal Consiglio di Amministrazione di Enel. Le Società Partecipanti alla Scissione, inoltre, hanno altresì deliberato, nella medesima riunione consiliare, di convocare per l'11 gennaio 2016 le rispettive Assemblee straordinarie per l'approvazione della Scissione.

I relativi avvisi di convocazione saranno pubblicati, in data 18 novembre 2015, sui siti internet delle rispettive società ai sensi di legge.

Il Documento Informativo è stato predisposto a seguito delle deliberazioni assunte in data 17 novembre 2015 dal Consiglio di Amministrazione di Enel Green Power ed è a disposizione del pubblico presso la sede sociale di Enel Green Power, in Roma, Viale Regina Margherita, 125, nonché sul sito internet della Società (www.enelgreenpower.com) e sul meccanismo di stoccaggio autorizzato NIS-Storage (www.emarketstorage.com).

La documentazione prevista dalla disciplina codicistica e dal TUF in relazione alla Scissione sarà messa a disposizione degli azionisti delle Società Partecipanti alla Scissione nei modi e nei tempi previsti ai sensi di legge e di regolamento.

Si segnala che Enel Green Power ed Enel pubblicheranno altresì, nei modi e nei tempi previsti ai sensi di legge e di regolamento, un documento informativo congiunto ai sensi dell'art. 70, comma 6, del Regolamento Emittenti, nel quale saranno riportate, tra l'altro, le informazioni finanziarie pro-forma.

1. Avvertenze

1.1 Rischi connessi ai potenziali conflitti di interesse derivanti dall'Operazione

Alla data del Documento Informativo, Enel controlla Enel Green Power (ai sensi degli artt. 2359, comma 1, n. 1, c.c. e 93 del TUF), detenendo una partecipazione pari a circa il 68,29% del capitale sociale di quest'ultima. Inoltre, Enel Green Power è soggetta, ai sensi degli artt. 2497 e ss. c.c., ad attività di direzione e coordinamento da parte di Enel.

Alla data del Documento Informativo, il Consiglio di Amministrazione di Enel Green Power è composto dai seguenti membri, in maggioranza indipendenti: Alberto De Paoli (Presidente), Francesco Venturini (Amministratore Delegato e Direttore Generale), Luca Anderlini¹, Carlo Angelici¹, Giovanni Battista Lombardo¹, Giovanni Pietro Malagnino¹, Paola Muratorio¹, Francesca Romana Napolitano, Ludovica Maria Vittoria Parodi Borgia e Luciana Tarozzi¹; il Comitato OPC è composto dai seguenti Amministratori indipendenti: Carlo Angelici (Presidente), Luca Anderlini e Giovanni Pietro Malagnino.

Nessun componente del Consiglio di Amministrazione della Società Scissa riveste il ruolo di Amministratore o Sindaco nella Società Beneficiaria.

Si segnala che, nella Società Beneficiaria, Alberto De Paoli riveste l'incarico di Responsabile della Funzione *Administration, Finance and Control*. In considerazione del ruolo ricoperto, Alberto De Paoli i) non è stato coinvolto per conto di Enel Green Power nella fase istruttoria e delle trattative inerenti la Scissione e ii) ha dichiarato, in occasione di tutte le riunioni consiliari chiamate a deliberare sull'Operazione, di essere portatore di un interesse, ai sensi e per gli effetti dell'art. 2391 c.c. Si segnala, peraltro, che Alberto De Paoli ha ritenuto di non partecipare alla trattazione e alle deliberazioni delle riunioni consiliari relative all'approvazione dell'Operazione stessa.

2. Informazioni relative all'Operazione

2.1 Descrizione delle caratteristiche, modalità, termini e condizioni dell'Operazione

2.1.1 Descrizione dell'Operazione

L'Operazione descritta nel Documento Informativo consiste nella Scissione parziale non proporzionale di Enel Green Power in favore della propria controllante Enel, ai sensi e per gli effetti dell'art. 2506-bis, comma 4, c.c.

La Scissione comporterà l'assegnazione della quasi totalità delle partecipazioni in società estere e delle attività finanziarie di Enel Green Power (il "**Compendio Scisso**") in favore di Enel, mentre Enel Green Power manterrà principalmente le attività italiane e le residue partecipazioni estere. In particolare, gli elementi patrimoniali e i rapporti giuridici inerenti che, per effetto della Scissione, verranno assegnati a Enel, in qualità di Società Beneficiaria, sono i seguenti: 1) partecipazione totalitaria nella società di diritto olandese Enel Green Power International B.V.; 2) credito finanziario a breve termine vantato nei confronti della società Enel Green Power North America Ltd. relativamente ad una operazione di ristrutturazione finanziaria effettuata nel 2014; tale credito finanziario risulta coperto dal rischio di cambio mediante un contratto di *currency forward*; 3) rapporti giuridici relativi alla linea di finanziamento a lungo termine con Enel Green Power International B.V.; 4) rapporti giuridici nei confronti dei 6 dipendenti facenti parte del ramo costituente il Compendio Scisso e le conseguenti partite patrimoniali attive e passive ad essi riferite; 5) garanzie rilasciate da Enel Green Power nell'interesse di Enel Green Power International B.V. e di sue

¹ Amministratore indipendente ai sensi degli artt. 147-ter, comma 4, e 148, comma 3, del TUF, nonché dell'art. 3 del Codice di Autodisciplina delle società quotate e dell'art. 37 della delibera Consob n. 16191, del 29 ottobre 2007 (Regolamento Mercati).

controllate relative alla copertura di taluni impegni assunti. Per la descrizione particolareggiata degli elementi patrimoniali attivi e passivi e relativi rapporti giuridici costituenti il Compendio Scisso, nonché per la disciplina delle eventuali sopravvenienze, attive e/o passive, e di ogni altro elemento di dettaglio, si rinvia al Progetto di Scissione.

Alla Data di Efficacia della Scissione (come definita al successivo paragrafo 2.5), la Società Beneficiaria aumenterà il proprio capitale sociale con emissione di massime numero 1.769.040.000 azioni – aventi godimento regolare e valore nominale di Euro 1,00 ciascuna – in favore dei soci della Società Scissa in applicazione del Rapporto di Cambio. 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 dell'esperto redatta in conformità con quanto previsto dall'art. 2506-ter, comma 2, c.c. In particolare: (i) ai soci di Enel Green Power diversi da Enel verranno destinate – in applicazione del Rapporto di Cambio – un massimo complessivo di n. 770.588.712 azioni Enel di nuova emissione, a fronte dell'annullamento, in sede di concambio, di complessive numero 1.585.573.483 azioni Enel Green Power detenute da tali soci, mentre (ii) in favore di Enel verranno destinate – e contestualmente annullate in ossequio al divieto di cui all'art. 2504-ter, comma 2, c.c. richiamato dall'art. 2506-ter, comma 5 c.c. – complessive numero 998.451.288 azioni Enel, a fronte dell'annullamento, in sede di concambio, di numero 2.054.426.517 azioni Enel Green Power da questa detenute.

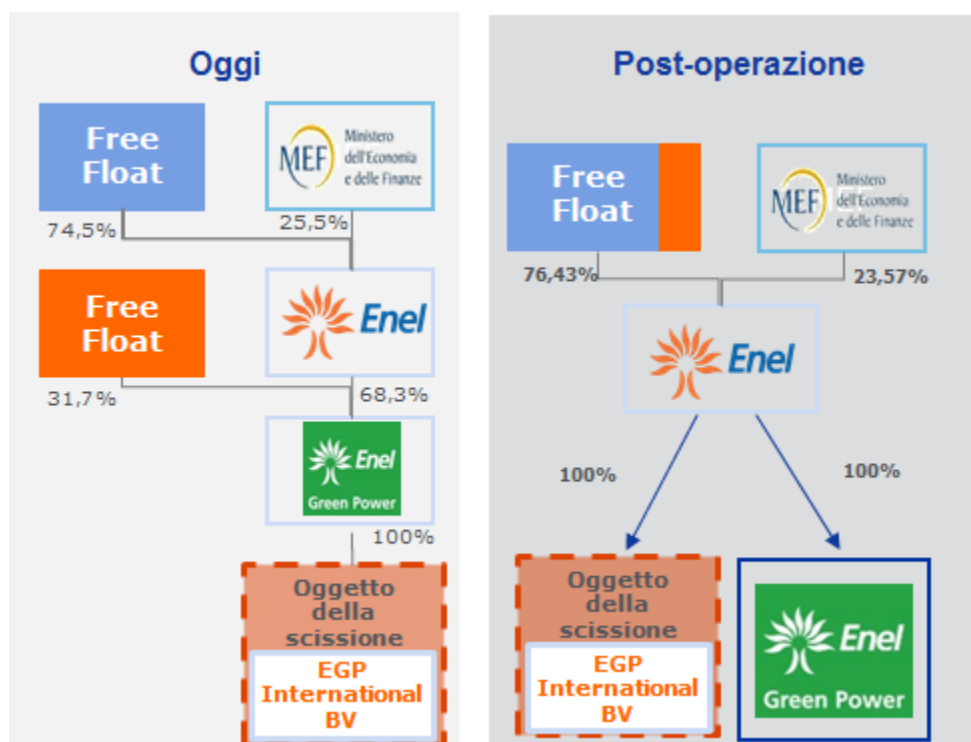
Tenuto conto di quanto precede, alla Data di Efficacia della Scissione il capitale sociale della Società Beneficiaria resterà aumentato per massime numero 770.588.712 azioni di Enel di nuova emissione, tutte destinate ai soci della Società Scissa diversi da Enel medesima.

Il numero di azioni Enel di nuova assegnazione potrà variare in dipendenza del numero di azioni Enel Green Power acquistate da Enel in esecuzione della procedura di offerta in opzione e prelazione delle azioni Enel Green Power eventualmente oggetto dei Diritti di Vendita e dei Diritti di Recesso (come successivamente definiti nel presente paragrafo).

Poiché, alla Data di Efficacia della Scissione, tutte le predette numero 3.640.000.000 azioni Enel Green Power rappresentanti la quota del capitale sociale di Enel Green Power corrispondente al Compendio Scisso oggetto di concambio verranno integralmente annullate, a tale data il capitale sociale della Società Scissa sarà ridotto dagli attuali complessivi euro 1.000.000.000,00 a complessivi euro 272.000.000.

Per effetto del concambio da parte dei soci di Enel Green Power diversi da Enel di tutte le azioni dagli stessi possedute in Enel Green Power, e del conseguente annullamento delle stesse, Enel - ad esito della Scissione - risulterà l'unico socio della Società Scissa, che sarà, alla Data di Efficacia della Scissione, delistata sia dal mercato italiano che dai mercati spagnoli.

I due grafici che seguono illustrano l'assetto societario del Gruppo Enel prima e a seguito del completamento della Scissione.



Il Progetto di Scissione è stato predisposto sulla base delle situazioni patrimoniali di Enel Green Power e di Enel al 30 settembre 2015, approvate – ai sensi e per gli effetti dell’art. 2501-*quater* c.c. richiamato dall’art. 2506-*ter*, comma 3, c.c. – dai rispettivi Consigli di Amministrazione in data 17 novembre 2015.

Il Progetto di Scissione è stato approvato sia dal Consiglio di Amministrazione di Enel Green Power (previo motivato parere favorevole del Comitato OPC) che dal Consiglio di Amministrazione di Enel in data 17 novembre 2015.

Per effetto della Scissione, agli azionisti di Enel Green Power che non dovessero concorrere all’approvazione della medesima spetterà:

- (i) il diritto di far acquistare tutte o anche solo una parte delle proprie azioni Enel Green Power da Enel, ai sensi e per gli effetti dell’art. 2506-*bis*, comma 4, c.c., ricevendo un corrispettivo in denaro per ciascuna azione Enel Green Power determinato alla stregua dei criteri previsti per il recesso ai sensi dell’art. 2437-*ter*, comma 3, c.c. (il “**Diritto di Vendita**”);
- (ii) il diritto di recesso ai sensi dell’art. 2437, comma 1, lett. a), c.c. al medesimo corrispettivo determinato ai sensi del predetto art. 2437-*ter*, comma 3, c.c., 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 Enel Green Power (“**Diritto di Recesso**”).

Le modalità per l’esercizio del Diritto di Recesso e del Diritto di Vendita sono le medesime, ovverosia quelle previste dalla legge applicabile per l’esercizio del Diritto di Recesso (in particolare, dall’art. 2437-*bis* c.c.). In ogni caso, per la medesima azione non potrà essere esercitato il Diritto di Vendita e il Diritto di Recesso.

Il valore di liquidazione delle azioni Enel Green Power in entrambi i suddetti casi (*i.e.*, esercizio del Diritto

di Vendita ed esercizio del Diritto di Recesso) sarà pari alla media aritmetica dei prezzi di chiusura nei sei mesi che precedono la pubblicazione dell'avviso di convocazione dell'Assemblea straordinaria di Enel Green Power chiamata ad approvare il Progetto di Scissione. Il valore di liquidazione verrà messo a disposizione dei soci e del mercato mediante apposito comunicato stampa, consultabile sul sito internet di (www.enelgreenpower.com) e attraverso la pubblicazione di un avviso su almeno un quotidiano a diffusione nazionale.

Il procedimento di liquidazione delle azioni per le quali dovesse essere esercitato il Diritto di Vendita e/o il Diritto di Recesso si svolgerà quindi unitariamente, in conformità all'art. 2437-*quater* c.c., ritenendosi che la procedura congiunta consenta di realizzare la miglior tutela dei diritti degli azionisti, tenuto conto che in tal modo ad essi sarà garantita la possibilità di esercitare i diritti di opzione e prelazione, nel pieno rispetto del principio di parità di trattamento. I termini dell'offerta in opzione e prelazione, che sarà rivolta a tutti gli azionisti Enel Green Power ai sensi della norma di legge richiamata, saranno resi noti con le modalità previste dalla normativa vigente, precisandosi al riguardo che i relativi avvisi saranno pubblicati in tempo utile sul sito internet di Enel Green Power (www.enelgreenpower.com) e su almeno un quotidiano a diffusione nazionale.

Si segnala che Enel ha dichiarato la propria intenzione di acquistare tutte le azioni oggetto del Diritto di Vendita e del Diritto di Recesso rimaste invendute ad esito dell'offerta in opzione e prelazione.

L'efficacia del Diritto di Vendita e del Diritto di Recesso è subordinata al perfezionamento della Scissione.

L'efficacia della Scissione è subordinata a sua volta alla circostanza che il valore di liquidazione complessivo delle azioni Enel Green Power in relazione alle quali dovessero essere validamente esercitati il Diritto di Recesso e il Diritto di Vendita non sia superiore a Euro 300.000.000 (la "**Condizione Sospensiva**").

La predetta Condizione Sospensiva si intenderà ugualmente realizzata – anche in caso di superamento del limite sopra indicato - 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 c.c., dichiari la sua intenzione di procedere all'acquisto di tutte le azioni per le quali sono stati esercitati i diritti di cui sopra.

Tenuto conto che, come detto, le azioni Enel Green Power sono attualmente ammesse alle negoziazioni anche presso i mercati regolamentati in Spagna e che le azioni Enel assegnate in sede di concambio non saranno invece ammesse a negoziazione presso tali mercati, l'Autorità di vigilanza spagnola (*Comisión Nacional del Mercado de Valores*) ha comunicato che, in conformità ai precedenti verificatisi nei mercati spagnoli, è necessario che sia nominato un apposito intermediario "di collegamento" (c.d. "*entidad de enlace*"), al fine di consentire agli azionisti che, deterranno alla Data di Efficacia della Scissione azioni ammesse alla negoziazione presso i suddetti mercati spagnoli (attraverso il sistema di gestione accentrata spagnolo, Iberclear) di vendere sul Mercato Telematico Azionario, nel mese successivo alla Data di Efficacia della Scissione, le azioni Enel ricevute in concambio, senza costi aggiuntivi derivanti dalla vendita su un mercato estero. Al termine del predetto periodo di un mese, tali azionisti potranno acquistare o vendere le azioni Enel in Italia sul Mercato Telematico Azionario attraverso intermediari autorizzati, sostenendo i costi dell'operazione.

Nell'ambito dell'Operazione, sono state sinora poste in essere le seguenti principali attività, tutte da considerarsi quali fasi essenziali ed inscindibili dell'Operazione stessa. In particolare:

- 1) in data 9 novembre 2015, le Società Partecipanti alla Scissione hanno depositato presso il Tribunale di Roma un'istanza congiunta per la nomina dell'Esperto comune incaricato di redigere i) la relazione sulla congruità del Rapporto di Cambio ai sensi e per gli effetti dell'articolo 2501-*sexies*, richiamato

dall'articolo 2506-ter, comma 3, c.c. e ii) la relazione di stima sul valore del Compendio Scisso, redatta in conformità con quanto previsto dall'art. 2506-ter, comma 2, c.c ai fini dell'aumento di capitale di Enel.

- 2) In data 16 novembre 2015, il Comitato OPC, tenuto conto delle *fairness* opinion rilasciate dagli *advisor* finanziari indipendenti nominati dal Comitato, ovvero Lazard ed il Prof. Enrico Laghi e di tutta la documentazione esaminata (in dettaglio elencata nel parere del Comitato OPC), ha espresso all'unanimità il proprio motivato parere favorevole sull'interesse di Enel Green Power al compimento dell'Operazione, nonché sulla convenienza e la correttezza sostanziale delle relative condizioni;
- 3) in data 17 novembre 2015, il Consiglio di Amministrazione di Enel Green Power ha deliberato, *inter alia*, di:
 - (a) approvare il Progetto di Scissione, contenente *inter alia* l'indicazione del Rapporto di Cambio, preso atto (i) delle valutazioni espresse dagli *advisor* finanziari indipendenti nominati dal Consiglio stesso, ovverosia Mediobanca e Barclays e, in particolare, delle *fairness opinion* sulla congruità del rapporto di cambio (cfr. rispettivamente Allegato 2 ed Allegato 3), (ii) del previo motivato parere favorevole del Comitato OPC (cfr. Allegato 1) rilasciato in data 16 novembre 2015, a sua volta espresso, *inter alia*, tenuto conto delle *fairness* opinion rilasciate dagli *advisor* finanziari indipendenti di cui il Comitato OPC stesso si è avvalso, ovverosia Lazard e il Prof. Enrico Laghi (cfr. Allegati 4 e 5);
 - (b) convocare per l'11 gennaio 2016, in unica convocazione, l'Assemblea degli azionisti anche in sede straordinaria per l'approvazione della Scissione e delle conseguenti modifiche statutarie connesse alla scissione;
 - (c) approvare il Documento Informativo.

2.1.2 Rapporto di Cambio e modalità di assegnazione delle azioni di Enel agli azionisti di Enel Green Power

In data 17 novembre 2015, i Consigli di Amministrazione delle Società Partecipanti alla Scissione, anche sulla scorta delle valutazioni formulate dai rispettivi *advisors* finanziari, nonché per quanto concerne il Consiglio di Amministrazione di Enel Green Power, previo, come sopra già precisato, motivato parere favorevole del Comitato OPC espresso anche sulla base delle *fairness opinion* rilasciate da Lazard e dal Prof. Laghi, hanno fissato il Rapporto di Cambio, nella seguente misura, senza conguagli in denaro: n. 0,486 azioni Enel di nuova emissione per ciascuna azione Enel Green Power portata in concambio.

In virtù di tale Rapporto di Cambio, alla Data di Efficacia della Scissione, la quota del capitale sociale di Enel Green Power corrispondente al Compendio Scisso, costituita da n. 3.640.000.000 azioni di Enel Green Power, sarà concambiata, in applicazione del Rapporto di Cambio, come segue:

- (i) i soci di Enel Green Power diversi da Enel concambieranno tutte le azioni dagli stessi detenute in Enel Green Power;
- (ii) Enel concambierà invece solo parte delle azioni dalla stessa detenute in Enel Green Power, corrispondenti al predetto numero di azioni di Enel Green Power complessivamente portate in concambio, dedotte le azioni Enel Green Power portate in concambio dai soci di Enel Green Power medesima diversi da Enel.

Ai fini della determinazione del predetto numero di azioni di Enel Green Power riferite al Compendio Scisso di pertinenza, rispettivamente, di Enel e dei soci di Enel Green Power diversi da Enel, e pertanto

del criterio di assegnazione non proporzionale delle azioni di nuova emissione della Società Beneficiaria ai soci della Società Scissa, i Consigli di Amministrazione delle Società Partecipanti alla Scissione, anche sulla base delle valutazioni effettuate dagli *advisor* finanziari dalle stesse nominati, hanno attribuito a detto Compendio Scisso un valore pari a 8.600 milioni di euro in termini di valore assoluti, corrispondente al 72,8 per cento del valore dell'intera Enel Green Power *ante* Scissione.

L'assegnazione ai soci di Enel Green Power, diversi da Enel, delle azioni di nuova emissione della Società Beneficiaria avverrà, in regime di dematerializzazione e per il tramite degli intermediari autorizzati, a partire dalla Data di Efficacia della Scissione, con i tempi e con le modalità che verranno resi noti al mercato mediante apposito avviso pubblicato sul sito internet della Società Scissa (www.enelgreenpower.com) e su almeno un quotidiano a diffusione nazionale.

Si precisa che sarà messo a disposizione degli azionisti di Enel Green Power un servizio per consentire di arrotondare all'unità immediatamente inferiore o superiore il numero di azioni Enel spettanti in applicazione del Rapporto di Cambio, senza aggravio di spese, bolli o commissioni. In alternativa, potranno essere attivate modalità diverse per assicurare il complessivo buon esito dell'operazione.

Le azioni Enel di nuova emissione saranno quotate sul Mercato Telematico Azionario al pari delle azioni della Società Beneficiaria già in circolazione.

Le azioni emesse da Enel a servizio del Rapporto di Cambio avranno godimento regolare e quindi godranno dei medesimi diritti di partecipazione agli utili spettanti alle altre azioni della Società Beneficiaria già in circolazione alla Data di Efficacia della Scissione.

Nessun onere verrà posto a carico degli azionisti di Enel Green Power per le operazioni di concambio.

2.1.3 Metodologie di valutazione utilizzate ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio e del valore del Compendio Scisso

Premessa

Ai fini dell'analisi valutativa funzionale alla determinazione del Rapporto di Cambio da parte del Consiglio di Amministrazione di Enel Green Power, quest'ultimo si è avvalso, come sopra precisato, della consulenza degli *advisor* finanziari indipendenti Mediobanca – Banca di Credito Finanziario S.p.A. (“**Mediobanca**”) e Barclays Bank PLC (“**Barclays**”). In particolare, il Consiglio di Amministrazione di Enel Green Power ha preso atto e fatto proprie, ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio, le metodologie di valutazione utilizzate dai suddetti *advisor*.

Il presupposto fondamentale delle valutazioni effettuate è stato l'individuazione di valori economici relativi e confrontabili, funzionali alla determinazione del Rapporto di Cambio. È stata quindi data preminenza all'omogeneità e comparabilità di ognuno dei metodi adottati rispetto alla determinazione del valore assoluto delle società considerate singolarmente. Al fine di preservare la coerenza valutativa, si è quindi tenuto conto dell'omogeneità dei criteri di analisi e di stima del valore economico delle Società Partecipanti alla Scissione, tenendo in considerazione le specificità di ognuna ed il fatto che entrambe sono società con azioni quotate in mercati regolamentati. Si precisa che ciò non ha necessariamente comportato l'utilizzo di metodi valutativi identici per Enel Green Power ed Enel, né l'attribuzione, per un determinato metodo valutativo, della medesima rilevanza al fine della valutazione di entrambe le società, quanto piuttosto l'adozione di criteri e metodi che rispondano ad una medesima logica valutativa e che risultino più appropriati, tenuto comunque conto delle diversità che le caratterizzano, al fine di proporre valori confrontabili per la determinazione del Rapporto di Cambio. D'altra parte, le metodologie prescelte non vanno analizzate singolarmente, ma considerate come parte di un unico processo di valutazione.

Le valutazioni sono state effettuate con il fine di esprimere una stima comparativa del valore di Enel Green Power e di Enel. Esse, pertanto, devono essere unicamente intese in termini relativi e con

riferimento limitato alla Scissione e non riferibili in alcun modo a valori assoluti di qualsiasi delle Società Partecipanti alla Scissione, né possono essere considerate rappresentative dei prezzi di mercato attuali o stimati o futuri.

Le valutazioni delle Società Partecipanti alla Scissione sono state effettuate in un'ottica stand-alone, ovvero sulla base dei piani industriali separatamente elaborati da Enel Green Power ed Enel, indipendentemente dall'esito dell'Operazione.

In considerazione delle modalità e dei tempi previsti per l'esercizio del Diritto di Recesso e del Diritto di Vendita, e non essendo possibile quantificarne gli impatti futuri, non si è tenuto conto degli eventuali diritti che dovessero essere esercitati da parte degli azionisti di Enel Green Power che non abbiano concorso alla deliberazione di approvazione della Scissione.

Data di riferimento e documentazione utilizzata

La data di riferimento delle valutazioni effettuate ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio coincide con quella del Documento Informativo, sul presupposto che, per ciascuna delle Società Partecipanti alla Scissione, non risultino essersi verificati eventi, fatti o atti tali da modificare in modo significativo il profilo patrimoniale, economico e finanziario delle società stesse, nel periodo intercorrente tra le ultime situazioni civilistiche e consolidate disponibili e la data del Documento Informativo.

La documentazione utilizzata ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio comprende, per Enel Green Power ed Enel, i seguenti documenti:

- (a) bilanci civilistici e consolidati di Enel Green Power ed Enel relativi all'esercizio 2014;
- (b) relazioni semestrali e trimestrali consolidate di Enel Green Power ed Enel rispettivamente al 30 giugno 2015 ed al 30 settembre 2015;
- (c) presentazione del Piano Industriale 2016-2020 di Enel Green Power datata 22 ottobre 2015 e presentazione del Piano Industriale 2016-2020 di Enel Green Power approvato dal Consiglio di Amministrazione di Enel Green Power il 12 novembre 2015 (congiuntamente il "**Business Plan EGP**");
- (d) presentazione del Piano Industriale 2016-2020 di Enel datata 3 novembre 2015 e presentazione del Piano Industriale 2016-2020 di Enel approvato dal Consiglio di Amministrazione di Enel il 12 novembre 2015 (congiuntamente il "**Business Plan Enel**");
- (e) proiezioni di dettaglio predisposte dal *management* di Enel Green Power ed Enel per gli esercizi 2016-2020 relativamente alle principali grandezze patrimoniali, economico-finanziarie ed operative dei rispettivi gruppi (inclusivo del dettaglio per principali divisioni / paesi);
- (f) proiezioni di dettaglio predisposte dal *management* di Enel Green Power ed Enel 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*");
- (g) assunzioni economico-finanziarie e operative di lungo periodo predisposte dal *management* di Enel Green Power ed Enel per gli anni successivi alla durata dei rispettivi *Business Plan*;
- (h) 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*;
- (i) informazioni circa il numero di azioni di Enel Green Power ed Enel alla data del Documento Informativo;
- (j) andamento in Borsa delle azioni Enel Green Power ed Enel;

(k) ricerche ed analisi finanziarie su Enel Green Power ed Enel pubblicate da *broker* e banche di investimento.

Si è fatto altresì ricorso ad altre informazioni pubblicamente disponibili, tra le quali:

- ricerche, bilanci ed analisi relative a società operanti nei settori energetico e delle energie rinnovabili; e
- i termini e gli andamenti dei corsi di Borsa delle società coinvolte in selezionate operazioni precedenti (segnatamente, EDF / EDF Energie Nouvelles e Iberdrola / Iberdrola Renovables), 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.

Limiti dell'analisi e difficoltà di valutazione

Le conclusioni del percorso valutativo seguito devono ad ogni modo essere considerate alla luce di taluni limiti e difficoltà di seguito sintetizzati:

1. 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;
2. 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;
3. l'approccio a "*Somma delle Parti*" utilizzato nella metodologia del *Discounted Cash Flow* ("DCF") ha reso necessaria una complessa allocazione di determinate grandezze economico, finanziarie e patrimoniali alle singole attività oggetto di valutazione;
4. 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 Green Power ed Enel e le cui stime ed aspettative potrebbero essere diverse, anche in modo significativo, rispetto ai *Business Plan* recentemente approvati dai rispettivi Consigli di Amministrazione;
5. 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.

Descrizione delle metodologie adottate

- Le metodologie di valutazione adottate tengono conto della miglior prassi valutativa italiana e internazionale nel contesto di operazioni della medesima natura, considerando le specificità operative e di *business* proprie di Enel Green Power ed Enel. Nel caso di specie, sono state individuate come metodologie di valutazione principali: il metodo dell'attualizzazione dei flussi di cassa, applicando il criterio della "*Somma delle Parti*", e
- il metodo delle quotazioni di Borsa, considerando, con esclusivo riferimento ad Enel Green Power, anche i premi osservati in altre transazioni riconducibili al settore delle energie rinnovabili.

L'analisi del rapporto di cambio risultante dall'osservazione dei prezzi obiettivo dei titoli Enel Green Power ed Enel pubblicati dagli analisti finanziari è stata utilizzata come metodologia di controllo.

Metodo dell'attualizzazione dei flussi di cassa

Il metodo in esame, noto anche come *Discounted Cash Flow* (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 e di Enel in termini di profittabilità, crescita, livello di rischio e struttura patrimoniale.

La metodologia DCF è stata applicata in base al criterio della "Somma delle Parti" ovvero il valore del capitale economico di ognuna delle Società Partecipanti alla Scissione 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

FC_t = flusso di cassa annuale del deposito t

VT = valore terminale

DF_{t0} = debito finanziario netto, interessi di terzi e altri aggiustamenti al momento t=0

N = numero dei periodi di proiezione

WACC = costo medio ponderato del capitale

Il valore terminale rappresenta il valore dell'azienda o dell'attività economica oggetto di valutazione al termine del periodo delle proiezioni.

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)

In sede di calcolo del costo medio ponderato del capitale (WACC), i parametri utili sono stati individuati specificatamente per paese e *asset class* (generazione, distribuzione e vendita di elettricità) in funzione delle caratteristiche delle attività oggetto di valutazione.

Metodo delle quotazioni di Borsa

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, 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 la 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"*). A tale riguardo, sia per Enel che per Enel Green Power, non sono stati considerati nell'analisi i prezzi successivi al 26 ottobre 2015, ovvero ultimo giorno di mercato aperto antecedente il comunicato stampa congiunto da parte di entrambe le società con il quale, a seguito di indiscrezioni di stampa, queste ultime informavano il mercato dell'avvio dell'esame di un'ipotesi di integrazione societaria delle attività di Enel Green Power all'interno di Enel.

Nel caso in esame, il rapporto tra i prezzi di Borsa a cui sono stati scambiati i titoli Enel e Enel Green Power permette, pertanto, di derivare un Rapporto di Cambio implicito, in funzione dei prezzi osservati nei diversi orizzonti temporali considerati.

L'applicazione del metodo ha portato all'individuazione del prezzo minimo e massimo dell'azione Enel

Green Power ed Enel nei dodici mesi precedenti alla data del 26 ottobre 2015.

Con esclusivo riferimento a Enel Green Power, nell'ambito dell'analisi dei prezzi di mercato, è stato tenuto conto anche dei premi, rispetto ai prezzi di mercato stessi, riconosciuti in selezionate operazioni precedenti (segnatamente, EDF / EDF Energie Nouvelles e Iberdrola / Iberdrola Renovables) 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. Si noti che i premi osservati in dette operazioni sono stati applicati ai prezzi di mercato *undisturbed* misurati su determinati orizzonti temporali, ricavando un intervallo di prezzo per l'azione Enel Green Power che è stato 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.

Analisi dei prezzi obiettivo dei titoli Enel Green Power ed Enel pubblicati dagli analisti finanziari

La metodologia consiste nell'analisi dei *Target Price* degli analisti di ricerca che coprono i titoli Enel Green Power ed Enel. Così come avviene per l'analisi dei corsi di borsa, i risultati derivanti dall'applicazione di tale metodologia emergono da un processo logico differente da quello applicato da metodi valutativi di tipo tradizionale, 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. Tuttavia, essi rappresentano un'indicazione ai fini della determinazione del valore di società i cui titoli siano quotati in borsa, completando il quadro dei riferimenti valutativi. L'osservazione dei *Target Price* dei titoli Enel ed Enel Green Power pubblicati dagli analisti finanziari consente di ricavare, per ognuno dei *broker* considerati, un rapporto di cambio implicito.

Sintesi dei risultati

Sulla base delle considerazioni e dei limiti descritti in precedenza, si riportano nella tabella seguente i risultati ottenuti dall'applicazione dei diversi metodi di valutazione sopra indicati ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio.

Determinazione del Rapporto di Cambio

Metodologia di Valutazione	Rapporto di Cambio	
	Minimo	Massimo
Metodo dell'attualizzazione dei flussi di cassa	0.37x	0.54x
Metodo delle quotazioni di Borsa	0.38x	0.51x
Metodo delle quotazioni di Borsa con riferimento a premi in operazioni comparabili	0.47x	0.52x

Analisi dei prezzi obiettivo pubblicati dagli analisti finanziari	0.28x	0.57x
--	-------	-------

Il Consiglio di Amministrazione di Enel Green Power, a seguito delle considerazioni di cui sopra ed al processo valutativo adottato, ha determinato il seguente Rapporto di Cambio:

0,486 Azioni Enel del valore nominale di Euro 1,00

per ogni azione Enel Green Power del valore nominale di Euro 0,20.

Metodologie di valutazione utilizzate ai fini della determinazione del valore del Compendio Scisso e del rapporto percentuale tra il valore del Compendio Scisso ed Enel Green Power (pre-scissione)

Nella determinazione del valore economico del Compendio Scisso, data la natura non quotata del ramo oggetto di valutazione e la necessità di esprimere (in termini di rapporto percentuale) il valore relativo rispetto al valore di Enel Green Power pre-scissione, al fine di assicurare omogeneità tra i criteri, si è proceduto esclusivamente sulla base del metodo dell'attualizzazione dei flussi di cassa, applicando il criterio della "Somma delle Parti". Il predetto metodo, ai fini della determinazione del rapporto percentuale tra il valore del Compendio Scisso ed Enel Green Power (pre-scissione), è stato utilizzato anche per Enel Green Power (pre-scissione).

Per una trattazione più dettagliata del metodo in questione, noto anche come DCF, si rinvia a quanto precedentemente approfondito.

Data di riferimento e documentazione utilizzata

In merito alla data di riferimento, si rinvia a quanto precedentemente delineato sul Rapporto di Cambio.

Relativamente alla valutazione del Compendio Scisso, si è fatto riferimento alle seguenti informazioni:

1. informazioni di dettaglio predisposte dal *management* di Enel Green Power per gli esercizi 2016–2020 relativamente alle principali grandezze patrimoniali, economico-finanziarie ed operative del Compendio Scisso;
2. informazioni di dettaglio predisposte dal *management* di Enel Green Power relativamente alle principali grandezze patrimoniali, economico-finanziarie ed operative del Compendio Scisso per l'esercizio 2015 ("*pre-closing*");
3. assunzioni economico-finanziarie e operative di lungo periodo predisposte dal *management* di Enel Green Power per gli anni successivi alla durata del *Business Plan EGP*;
4. 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*"), incluso l'ammontare di indebitamento netto da trasferirsi da Enel Green Power al Compendio Scisso, e l'allocazione tra le diverse attività oggetto di valutazione.

Limiti dell'analisi e difficoltà nella valutazione

In aggiunta ai punti 1-3 indicati con riferimento ai limiti dell'analisi nella valutazione del Rapporto di Cambio, si evidenzia la natura non quotata del Compendio Scisso, con impossibilità di utilizzare alcune metodologie valutative tipicamente utilizzate per società quotate in mercati regolamentati (come, a titolo di esempio, metodologia dei prezzi di mercato o analisi dei prezzi obiettivo degli analisti di ricerca).

Sintesi dei risultati

Sulla base delle considerazioni e dei limiti descritti in precedenza, si riporta di seguito il risultato ottenuto dall'applicazione dell'esclusivo metodo di valutazione sopra individuato ai fini della determinazione della valutazione del Compendio Scisso e del rapporto percentuale tra il valore del Compendio Scisso ed Enel Green Power (pre-scissione).

Determinazione del rapporto percentuale tra il valore del Compendio Scisso ed Enel Green Power (pre-scissione)	Rapporto Percentuale	
	Minimo	Massimo
Metodo dell'attualizzazione dei flussi di cassa	68%	75%

Il Consiglio di Amministrazione di Enel Green Power, alla luce delle considerazioni di cui sopra ed in seguito al processo valutativo adottato, ha determinato il valore percentuale del Compendio Scisso in rapporto ad Enel Green Power (pre-scissione) come segue:

72,8% del capitale economico di Enel Green Power (pre-scissione).

2.2 Consulenti coinvolti nell'Operazione, criteri di designazione e rapporti in essere con le Società Partecipanti alla Scissione

Il Consiglio di Amministrazione di Enel Green Power si è avvalso del supporto di *advisor* finanziari indipendenti e, segnatamente, di Mediobanca e Barclays. I suddetti *advisor* hanno rappresentato in apposite dichiarazioni di poter prestare l'attività richiesta con la dovuta indipendenza.

In particolare, Mediobanca ha rappresentato che, dopo aver svolto gli opportuni approfondimenti, non sussistono relazioni economiche, patrimoniali e finanziarie con: (i) Enel Green Power, con (ii) i soggetti che la controllano, le società controllate da Enel Green Power o sottoposte a comune controllo, nonché (iii) con gli amministratori delle società di cui ai punti (i) e (ii), che possano pregiudicare l'indipendenza e l'autonomia di giudizio della stessa Mediobanca. Inoltre, in considerazione del fatto che Mediobanca è parte di un gruppo bancario, le cui società sono impegnate in un'ampia gamma di operazioni finanziarie, (sia per conto proprio sia per conto dei suoi clienti) è stata rappresentata la possibilità che altre società del gruppo Mediobanca o taluni clienti dello stesso, stipulino accordi o detengano partecipazioni o altri titoli di Enel Green Power o Enel. Mediobanca ha, comunque, evidenziato che sono state stabilite idonee procedure interne per monitorare e gestire potenziali conflitti di interesse, al fine di assicurare che le attività di consulenza finanziaria siano svolte indipendentemente dalle, e gestite separatamente rispetto alle, attività sopra menzionate. Nonostante Mediobanca, nel normale svolgimento delle sue attività e servizi, fornisca ad Enel servizi di consulenza per acquisizioni, riorganizzazione della struttura proprietaria

e partecipazioni a finanziamenti, la stessa ritiene comunque che tali circostanze non pregiudichino la propria indipendenza con riferimento all'Operazione.

Barclays ha rappresentato che, dopo aver svolto gli opportuni approfondimenti, non sussistono relazioni economiche, patrimoniali e finanziarie di *investment banking* (da intendere come qualsiasi incarico di *financial advisory, debt capital markets, equity capital markets, corporate broking* e di credito) con: (i) Enel Green Power, con (ii) i soggetti che la controllano, le società controllate da Enel Green Power o sottoposte a comune controllo, nonché con gli amministratori delle società di cui ai punti (i) e (ii), che, se rapportati all'attivo totale e ai ricavi consolidati del gruppo Barclays, siano suscettibili di pregiudicare l'indipendenza e l'autonomia di giudizio di Barclays stessa. Quest'ultima ha inoltre specificato di far parte fa parte di un primario gruppo bancario, le cui società sono impegnate in un'ampia gamma di operazioni finanziarie, sia per conto proprio sia per conto dei propri clienti e che (i) pertanto è possibile che altre società del gruppo o taluni clienti del gruppo, stipulino accordi o detengano partecipazioni o altri titoli di Enel Green Power o Enel; (ii) tuttavia, idonee procedure interne sono state stabilite per monitorare e gestire potenziali conflitti di interesse, al fine di assicurare che le attività di consulenza finanziaria siano svolte indipendentemente dalle, e gestite separatamente rispetto alle, attività sopra menzionate. L'*advisor* ha quindi confermato che (i) un *team* separato all'interno di Barclays assisterà Enel S.p.A. nell'ambito di uno specifico incarico di *equity advisory*, (ii) Barclays sta fornendo assistenza in materia di M&A *financial advisory* a favore di una società controllata di Enel S.p.A. con riferimento a un incarico *sell-side* non connesso all'Operazione e (iii) non ritiene che i suddetti incarichi diano luogo ad un conflitto di interessi rilevante in relazione all'incarico conferito concernente l'Operazione o possano in alcun modo pregiudicare l'indipendenza e l'autonomia di giudizio della stessa Barclays nello svolgimento dell'incarico.

Il Comitato OPC si è avvalso del supporto di propri *advisor* finanziari indipendenti, Lazard e il Prof. Enrico Laghi e, avendo riguardo anche alle risultanze valutative e alle *fairness opinion* dei suddetti *advisor*, ha espresso il proprio parere favorevole sull'interesse di Enel Green Power al compimento dell'Operazione, nonché sulla convenienza e sulla correttezza sostanziale delle relative condizioni.

Il Comitato OPC ha accertato l'indipendenza degli *advisor* finanziari dallo stesso nominati, tenuto conto della apposita dichiarazione rilasciata con la quale gli stessi hanno attestato di poter prestare l'attività richiesta nel contesto dell'Operazione con la dovuta indipendenza.

Nello specifico, Lazard ha rappresentato che (i) non sussistono relazioni economiche, patrimoniali e finanziarie con Enel Green Power, con i soggetti che la controllano, né con alcuna delle società controllate o soggette a comune controllo con Enel Green Power; (ii) nessun *partner, director* o *associate* di Lazard ricopre incarichi di amministrazione o di controllo negli organi sociali di Enel Green Power, di soggetti che la controllano, né di alcuna delle società controllate o soggette a comune controllo con Enel Green Power; (iii) non sussistono situazioni che facciano venire meno l'indipendenza di Lazard ai sensi della disciplina sulle operazioni con parti correlate di cui al Regolamento OPC o diano comunque luogo all'insorgere di conflitti di interesse in relazione all'attività dell'*advisor* nell'ambito dell'Operazione. Lazard ha altresì segnalato che è parte di un gruppo internazionale e che altre società facenti parte di tale gruppo svolgono attività di gestione patrimoniale; pertanto, tali società potrebbero negoziare azioni o altri titoli di Enel Green Power o Enel per proprio conto e per conto di propri clienti. Tuttavia, sono state predisposte idonee procedure interne per monitorare e gestire potenziali conflitti di interesse, al fine di assicurare che le attività di consulenza finanziaria siano svolte indipendentemente dalle, e gestite separatamente rispetto alle, attività di gestione patrimoniale.

Il prof. Laghi ha rappresentato (i) di non essere stato in alcun modo coinvolto nella strutturazione dell'Operazione, né nella determinazione di alcun aspetto relativo all'Operazione; (ii) di non aver rivestito alcun ruolo negli organi sociali di Enel Green Power o di soggetti che la controllano, né in alcuna delle società controllate o soggette a comune controllo con Enel Green Power; (iii) di non aver reso, nel corso dell'ultimo quinquennio, alcuna attività professionale a favore di Enel Green Power o di soggetti che la

controllano, né di società controllate o soggette a comune controllo con Enel Green Power, né di amministratori delle suddette società; (iv) di non essere legato a Enel Green Power, né ai soggetti che la controllano, né a coloro che hanno interesse all'Operazione da rapporti di natura personale, economico/finanziaria o professionale tali da compromettere l'indipendenza del giudizio.

Alla luce di quanto dichiarato dai suddetti *advisor* e avendo riguardo dell'ampiezza e articolazione delle attività da questi svolte nel complesso delle loro organizzazioni, della pluralità della clientela e della loro reputazione conseguita, in generale, in Italia e nel mondo, gli stessi sono stati qualificati come indipendenti rispettivamente dal Consiglio di Amministrazione di Enel Green Power e dal Comitato OPC.

I predetti *advisor* del Consiglio di Amministrazione e del Comitato OPC sono stati individuati in virtù dei loro requisiti di comprovata capacità, professionalità ed esperienza in questo genere di operazioni, idonei allo svolgimento dell'incarico e a supportare il Consiglio di Amministrazione e il Comitato OPC nelle rispettive determinazioni.

In data 17 novembre 2015, Barclays e Mediobanca, in qualità di *advisor* finanziari indipendenti del Consiglio di Amministrazione di Enel Green Power, hanno rilasciato le proprie *fairness opinion* dalle quali risulta, *inter alia*, la congruità del Rapporto di Cambio da un punto di vista finanziario. Per ulteriori informazioni sulle valutazioni svolte da Barclays e Mediobanca si rinvia rispettivamente agli Allegati 2 e 3.

In data 16 novembre 2015, Lazard e il Prof. Enrico Laghi, in qualità di *advisor* finanziari indipendenti del Comitato OPC, hanno eseguito rilasciato le proprie *fairness opinion*, dalle quali risulta *inter alia* la congruità del Rapporto di Cambio dal punto di vista finanziario. Per ulteriori informazioni sulle valutazioni svolte da Lazard e dal Prof. Enrico Laghi, si rinvia rispettivamente agli Allegati 4 e 5.

2.3 Indicazione delle parti correlate con cui l'Operazione è posta in essere, della natura della correlazione e, ove di ciò sia data notizia all'organo di amministrazione, della natura e della portata degli interessi di tali parti nell'Operazione

L'Operazione è posta in essere con Enel che detiene il controllo di Enel Green Power, tramite una partecipazione diretta pari a circa il 68,29%, ed esercita sulla stessa Enel Green Power attività di direzione e coordinamento ai sensi degli artt. 2497 e ss. c.c.

La correlazione tra le Società Partecipanti alla Scissione deriva, pertanto, dal rapporto di controllo di diritto esistente tra le stesse ai sensi degli artt. 2359, comma 1, n. 1, c.c. e 93 del TUF.

Enel è quindi da considerarsi "parte correlata" di Enel Green Power ai sensi dell'art. 1, lett. a), dell'Allegato 1 al Regolamento OPC.

Non sussistono interessi di altre parti correlate nell'Operazione.

2.4 Motivazioni economiche e convenienza dell'Operazione

Il settore delle rinnovabili ha assunto un ruolo sempre più rilevante nel panorama energetico, sia per la crescente competitività delle tecnologie meno mature, quali l'eolico e il solare, innescata dal rapido progresso tecnologico, sia per il contributo offerto al modello energetico per ciò che attiene la sostenibilità ambientale.

Le grandi *utilities*, al fine di cogliere le opportunità offerte dal *business* delle rinnovabili, hanno costituito società interamente dedicate allo sviluppo e alla gestione di impianti rinnovabili. In tale contesto, nel 2008 Enel ha costituito Enel Green Power concentrandovi le attività di produzione di energia da fonti rinnovabili e quotandola in Borsa nel 2010.

Tale modello energetico, nel corso degli ultimi anni, ha subito profondi cambiamenti, innescati inizialmente dal rapido sviluppo su larga scala delle fonti rinnovabili, con le conseguenti tematiche connesse alla necessità di adeguamento delle reti. A ciò si è accompagnata la comparsa di nuovi fenomeni quali, tra gli altri, la generazione distribuita, l'efficienza energetica, le auto elettriche e l'"energy storage", che stanno via via determinando una trasformazione radicale nei comportamenti dei consumatori, sempre più attivi sia come "produttori" di energia che come "gestori" della propria domanda elettrica. Su ciò si innesta il bisogno di sviluppare nuove tecnologie che permettano al sistema elettrico di evolvere verso un modello maggiormente integrato tra le fonti di generazione convenzionali e quindi programmabili e quelle rinnovabili, settore quest'ultimo che continua ad essere caratterizzato da un elevato tasso di crescita a livello globale.

Tale crescita si manifesta principalmente attraverso due direttrici. Da un lato, nei mercati emergenti (caratterizzati da crescita economica ed elevato processo di urbanizzazione) il settore delle rinnovabili rappresenta la risposta più rapida all'aumento della domanda di energia elettrica. Dall'altro, anche nei mercati maturi esistono opportunità di sviluppo per il settore delle rinnovabili, supportato da un processo di progressivo smantellamento di capacità di generazione convenzionale (ad esempio, gli impianti a carbone) e sostituzione con nuova capacità rinnovabile, soprattutto da fonte eolica e solare, caratterizzata da tempi rapidi di messa in esercizio, contenuti rischi di esecuzione e costi competitivi.

La sempre maggiore necessità di integrazione tra le fonti rinnovabili e quelle tradizionali, le reti di distribuzione ed il mercato ("sistema unico integrato"), sta portando rapidamente ad un ammodernamento della rete elettrica, attraverso la digitalizzazione e gli "smart meter", trasformando di fatto le *utilities* energetiche da semplici produttori e distributori di energia a fornitori di servizi e ottimizzatori di sistemi. Questo fenomeno sta facendo emergere nuove opportunità di *business* che le *utilities* saranno pronte a cogliere solo se si posizioneranno quali operatori globali e integrati nel sistema elettrico.

In questo contesto, il Gruppo Enel risulta essere ben posizionato lungo le direttrici del nuovo modello. Essendo uno dei pochi operatori globali del settore, uno dei più diversificati dal punto di vista tecnologico ed avendo una base clienti di oltre 60 milioni, il Gruppo è in grado di cogliere le numerose opportunità di crescita a livello globale, facendo leva, *inter alia*, sulla propria elevata diversificazione geografica. Il Gruppo Enel, infatti, è presente in tutte le aree geografiche con rilevanti prospettive di crescita, ivi incluso il continente asiatico, dove ha recentemente stabilito una base con l'ingresso nel mercato indiano delle rinnovabili.

Enel Green Power ha raggiunto negli ultimi anni importanti risultati, sia operativi che economico-finanziari, centrando i propri obiettivi di crescita ed internazionalizzazione. Infatti, dalla quotazione ad oggi, si è osservata una crescita del 82,7% della capacità installata rinnovabile, da 5,8GW ai 10,6GW attuali, e del 38% dell'EBITDA, da 1,3 miliardi di euro nel 2010 (l'8% dell'EBITDA del Gruppo Enel) a 1,8 miliardi di euro attesi per il 2015 (il 12% dell'EBITDA del Gruppo Enel), accompagnata da una presenza internazionale (espressa in percentuale rispetto alla capacità installata) salita dal 54% del 2010 all'attuale 69%.

Alla luce delle suddette evoluzioni nel mercato energetico e degli importanti risultati conseguiti da Enel Green Power, è previsto, congiuntamente al processo di integrazione, un aumento degli investimenti di sviluppo nelle energie rinnovabili per il prossimo quinquennio; tali investimenti dovrebbero attestarsi intorno al 50% degli investimenti di crescita dell'intero Gruppo Enel, in modo tale da consentire di cogliere le consistenti opportunità di mercato, in linea con la crescente focalizzazione sulle energie rinnovabili.

Il processo di completa integrazione del *business* rinnovabili risulta, quindi, coerente con la strategia di sviluppo del Gruppo Enel e presenta significative motivazioni, oltre che strategiche, anche industriali e finanziarie, offrendo sostanziali opportunità di creazione di valore.

Le motivazioni industriali della prospettata Scissione – su cui si poggia l’interesse di Enel Green Power al compimento dell’Operazione - seguono, dunque, due principali direttrici: la crescita e l’integrazione in senso stretto, come anche confermato da analoghe operazioni estere di integrazione.

Quanto alla crescita, l’Operazione permetterebbe una maggiore creazione di valore per il Gruppo attraverso la possibile ulteriore accelerazione degli investimenti e l’implementazione della strategia di *Active Portfolio Management*. Infatti, in un contesto in cui le capacità ormai dimostrate da Enel Green Power (sia in materia di sviluppo di progetti sia in materia di loro realizzazione), eccedono la sua capacità di investimento in ottica “*stand-alone*”, per preservare la solidità patrimoniale della Società e in ragione della capacità finanziaria del Gruppo Enel, la completa integrazione tra Enel ed Enel Green Power permetterebbe a quest’ultima di realizzare iniziative di crescita addizionali nel *business* rinnovabili.

Quanto all’integrazione in senso stretto, che costituisce la seconda direttrice di creazione di valore, essa si sostanzia nella realizzazione di sinergie di natura operativa e gestionale, conseguibili attraverso: la capacità di mettere a fattor comune le rispettive competenze aziendali, con conseguenti efficienze di costo; la possibilità di gestire congiuntamente diverse filiere produttive, con conseguente riduzione del rischio; nonché l’opportunità di usufruire della solidità finanziaria del Gruppo.

Un’ulteriore area di possibile efficientamento/ottimizzazione derivante dall’Operazione prevedrebbe una riduzione del rischio “*merchant*” nei Paesi/mercati di compresenza Enel ed Enel Green Power, sostanzialmente legata ad un’integrazione verticale e conseguente gestione accentrata delle coperture dei volumi prodotti e del relativo rischio, ad un’ottimizzazione del piano di manutenzione a livello integrato del parco rinnovabile e convenzionale, nonché ad una maggiore competitività commerciale garantita dalla gestione sinergica degli *asset* rinnovabili con quelli convenzionali.

Infine, la Scissione consentirà ad Enel Green Power di beneficiare di una riduzione dei costi e oneri (sia in termini di gestione, sia in termini operativi), nonché di una più elevata flessibilità organizzativa e gestionale. In particolare, a valle dell’Operazione, Enel Green Power potrà dare avvio ad un processo di semplificazione della *governance* – in linea peraltro con l’obiettivo di maggiore focalizzazione sul *business* domestico delle energie rinnovabili e conseguente minore complessità – che garantirà maggior velocità e dinamicità dei processi decisionali, nonché dell’esercizio del controllo strategico, gestionale e tecnico-operativo. Allo stesso modo, la razionalizzazione delle funzioni e dei processi assicurerà, in ogni caso, alle strutture e funzioni di Enel Green Power *post* Scissione il mantenimento della propria elevata specializzazione (in ambito produttivo e di mercato), in maniera armonica e senza discontinuità operative. Per altro verso, la separazione del *business* internazionale permetterà a Enel Green Power di concentrare le risorse economico-finanziarie del proprio *core business* in Italia, dove è in corso uno sviluppo significativo delle fonti rinnovabili rispetto al mercato delle fonti tradizionali.

L’Operazione prospettata consentirebbe, dunque, al Gruppo Enel di realizzare progetti di crescita addizionali nel *business* delle rinnovabili, potendo la Società usufruire, *inter alia*, della solidità finanziaria del Gruppo Enel. L’Operazione consentirebbe, altresì, una razionalizzazione e semplificazione della struttura del Gruppo, con il conseguimento di sinergie operative e gestionali di cui si potrà beneficiare, con conseguente ottimizzazione dei costi attraverso la combinazione delle diverse competenze aziendali e la riduzione del rischio.

2.5 Illustrazione degli effetti economici, patrimoniali e finanziari dell’Operazione, fornendo almeno gli indici di rilevanza applicabili

La Scissione produrrà effetti civilistici, ai sensi dell’art. 2504-*bis* c.c., dall’ultima delle iscrizioni dell’atto di Scissione presso il Registro delle Imprese competente (*i.e.* Registro delle Imprese di Roma per entrambe le Società Partecipanti alla Scissione), ovvero dalla eventuale data successiva indicata nell’atto di

Scissione (la “**Data di Efficacia della Scissione**”). A tal fine, le assemblee delle Società Partecipanti alla Scissione conferiranno apposito mandato agli organi amministrativi per definire la data di efficacia della Scissione, se successiva all’ultima delle iscrizioni nel Registro delle Imprese. Dalla medesima Data di Efficacia della Scissione verranno imputate al bilancio della Beneficiaria le operazioni afferenti gli elementi patrimoniali assegnati alla medesima Beneficiaria, con decorrenza degli effetti contabili e fiscali.

Per maggiori dettagli, si rinvia i) al Progetto di Scissione approvato dal Consiglio di Amministrazione in data 17 novembre 2015, che sarà sottoposto all’approvazione dell’Assemblea in sede straordinaria di Enel Green Power in data 11 gennaio 2016, nonché ii) al documento informativo che Enel Green Power ed Enel predisporranno ai sensi dell’art. 70, comma 6, del Regolamento Emittenti, nel quale saranno riportate, tra l’altro, le informazioni finanziarie *pro-forma*; tali documenti saranno pubblicati nei termini e con le modalità previsti dalla normativa vigente.

La Scissione costituisce una operazione con parte correlata di maggiore rilevanza ai sensi del Regolamento OPC e della Procedura OPC. Nello specifico, tutti gli indici rilevanza - ossia l’indice di rilevanza del controvalore, l’indice di rilevanza dell’attivo e l’indice di rilevanza delle passività - risultano superiori alla soglia del 2,5%.

2.6 Variazione dell’ammontare dei compensi dei componenti dell’organo di amministrazione di Enel Green Power e/o di società da questa controllate in conseguenza della Scissione

Non si prevedono variazioni dei compensi dei componenti degli organi di amministrazione di Enel Green Power e delle società da questa controllate in conseguenza della Scissione.

2.7 Eventuali componenti degli organi di amministrazione e di controllo, direttori generali e dirigenti di Enel Green Power coinvolti nell’Operazione

Nell’Operazione non sono coinvolti, quali parti correlate, componenti degli organi di amministrazione e controllo, direttori generali e dirigenti di Enel Green Power.

2.8 Indicazione degli organi o degli amministratori che hanno condotto o partecipato alle trattative e/o istruito e/o approvato l’Operazione, specificando i rispettivi ruoli, con particolare riguardo agli amministratori indipendenti

Il Comitato OPC, tempestivamente informato della prospettata Operazione, ha avviato prontamente le attività propedeutiche all’esame dell’Operazione ed è stato coinvolto nella fase delle trattative e di istruttoria, attraverso un flusso informativo tempestivo, completo e adeguato, che ha consentito allo stesso di essere costantemente aggiornato in relazione all’evoluzione delle attività poste in essere. I flussi informativi hanno riguardato, tra l’altro, i principali termini e condizioni dell’Operazione, la tempistica prevista per la sua realizzazione, il procedimento valutativo proposto, le motivazioni sottostanti l’Operazione medesima, nonché gli eventuali rischi per Enel Green Power e le sue controllate. In questo contesto, il Comitato OPC ha esercitato il proprio diritto di chiedere informazioni e formulare osservazioni, ricevendo pronto riscontro alle proprie richieste ed osservazioni da parte del *management* coinvolto nell’Operazione.

Il Comitato OPC si è riunito per discutere e valutare l’Operazione in data 5 ottobre 2015, 14 ottobre 2015, 20 ottobre 2015, 2 novembre 2015, 9 novembre 2015, 11 novembre 2015 e 16 novembre 2015.

Si precisa che alle riunioni del Comitato sono stati invitati e, di norma, hanno partecipato anche gli altri amministratori indipendenti di Enel Green Power (Giovanni Battista Lombardo, Paola Muratorio e Luciana Tarozzi), al fine di garantire un’ampia condivisione delle valutazioni ed analisi demandate al Comitato; hanno partecipato altresì i componenti del Collegio Sindacale.

In data 16 novembre 2015, il Comitato OPC, tenuto conto delle *fairness opinion* rilasciate dagli *advisor* finanziari indipendenti che hanno confermato, *inter alia*, la congruità del Rapporto di Cambio dal punto di vista finanziario, ha espresso all'unanimità il proprio motivato parere favorevole sull'interesse di Enel Green Power al compimento dell'Operazione, nonché sulla convenienza e correttezza sostanziale delle relative condizioni (cfr. Allegato 1).

Successivamente, in data 17 novembre 2015, il Consiglio di Amministrazione di Enel Green Power, preso atto del predetto parere del Comitato OPC, nonché delle *fairness opinion* degli *advisor* finanziari incaricati dal Consiglio di Amministrazione medesimo, ha *inter alia* i) approvato il Progetto di Scissione e ii) convocato l'Assemblea degli azionisti in sede straordinaria per l'approvazione della Scissione, per l'11 gennaio 2016, in unica convocazione; le predette deliberazioni sono state assunte con il voto favorevole di tutti i Consiglieri presenti, in assenza del Consigliere Paola Muratorio e del Presidente Alberto De Paoli. Quest'ultimo, ha dichiarato di essere portatore di un interesse nell'Operazione, ai sensi e per gli effetti dell'art. 2391 c.c., in considerazione dell'incarico di Responsabile della Funzione *Administration, Finance and Control* ricoperto in Enel, e ha ritenuto di non partecipare alla trattazione e alla successiva deliberazione relativa all'approvazione del Progetto di Scissione.

2.9 Se la rilevanza dell'Operazione deriva dal cumulo, ai sensi dell'art. 5, comma 2, di più operazioni compiute nel corso dell'esercizio con una stessa parte correlata, o con soggetti correlati sia a quest'ultima sia alla società, le informazioni indicate nei precedenti punti devono essere fornite con riferimento a tutte le predette operazioni

La rilevanza dell'Operazione sussiste in via autonoma e non deriva dal cumulo con altre operazioni.

ALLEGATI

Ai componenti del Consiglio di Amministrazione
di Enel Green Power S.p.A.

Oggetto: Parere del Comitato Parti Correlate di Enel Green Power S.p.A. ai sensi dell'art. 8 del Regolamento Operazioni con Parti Correlate adottato con delibera Consob n. 17221 del 12.3.2010 e dell'art. 6 della Procedura per la disciplina delle operazioni con parti correlate approvata dal Consiglio di Amministrazione di Enel Green Power S.p.A. il 1° dicembre 2010 e successivamente modificata

Egregi Signori,

facciamo riferimento alla prospettata operazione di scissione parziale non proporzionale (l' "**Operazione**" ovvero la "**Scissione**") di Enel Green Power S.p.A. ("**EGP**" ovvero la "**Società**") in favore di Enel S.p.A. ("**Enel**"), società quest'ultima che controlla di diritto EGP ex artt. 2359 comma 1, n.1 codice civile e 93 del D. Lgs. 24 febbraio 1998, n. 58 e successive modifiche, e che esercita sulla medesima EGP attività di direzione e coordinamento ai sensi degli artt. 2497 e seguenti del codice civile. La prospettata Operazione – quale di seguito descritta - si configura per EGP, ai sensi del "*Regolamento Operazioni con Parti Correlate*", adottato con delibera Consob n. 17221 del 12 marzo 2010 (il "**Regolamento OPC**") e della "*Procedura per la disciplina delle Operazioni con Parti Correlate*" approvata dal Consiglio di Amministrazione di EGP nella riunione del 1° dicembre 2010 e successivamente modificata ("**Procedura OPC**"), come una operazione di maggiore rilevanza con una parte correlata. A tal proposito, lo scrivente Comitato Parti Correlate della Società (il "**Comitato**"), ai sensi degli artt. 8.1, lett. c), e 11, comma 2, del Regolamento OPC e degli artt. 6 e 7 della Procedura OPC, formula il seguente parere:

1. Termini e condizioni dell'Operazione

In base alle informazioni fornite dal *management* della Società e alle evidenze documentali sottoposte al Comitato, si riportano di seguito le principali caratteristiche dell'Operazione che consiste, come sopra anticipato, in una scissione parziale non proporzionale, ai sensi e per gli effetti dell'art. 2506-bis, comma 4, c.c., di EGP - società di diritto italiano con azioni quotate in Italia sul Mercato Telematico Azionario e in Spagna sui mercati azionari di Madrid, Barcellona, Bilbao e Valencia tramite il sistema elettronico di *trading* spagnolo *Sistema de Interconexión Bursátil "SIBE"* - in favore della propria controllante Enel - società di diritto italiano con azioni quotate in Italia sul Mercato Telematico Azionario. In particolare, la bozza del progetto di Scissione che sarà sottoposta all'approvazione del Consiglio di Amministrazione, prevede l'assegnazione della quasi totalità delle partecipazioni in società estere e delle attività finanziarie di EGP (il "**Compendio Scisso**") in favore di Enel, mentre EGP manterrà le attività italiane e le residue partecipazioni estere. Precisamente, gli elementi patrimoniali e i rapporti giuridici inerenti che, per effetto della Scissione, verranno assegnati a Enel, in qualità di beneficiaria, sono i seguenti: (i) partecipazione totalitaria nella società di diritto olandese Enel Green Power International BV; (ii) credito finanziario a breve termine vantato nei confronti della società Enel Green Power North America Ltd. relativamente a una operazione di ristrutturazione finanziaria effettuata nel 2014; tale credito finanziario risulta coperto dal

rischio di cambio mediante un contratto di *currency forward*; (iii) rapporti giuridici relativi alla linea di finanziamento a lungo termine con Enel Green Power International BV; (iv) rapporti giuridici nei confronti dei 6 dipendenti facenti parte del ramo costituente il Compendio Scisso e le conseguenti partite patrimoniali attive e passive ad essi riferite; (v) garanzie rilasciate da EGP nell'interesse di Enel Green Power International BV e sue controllate relative alla copertura di impegni assunti. Per la descrizione particolareggiata degli elementi patrimoniali attivi e passivi e relativi rapporti giuridici costituenti il Compendio Scisso, nonché per la disciplina delle eventuali sopravvenienze, attive e/o passive, e di ogni altro elemento di dettaglio, si rinvia al Progetto di Scissione.

La Scissione verrà deliberata sulla base delle situazioni patrimoniali di EGP e di Enel riferite alla data del 30 settembre 2015, che saranno sottoposte – ai sensi e per gli effetti dell'art. 2501-*quater* c.c. richiamato dall'art. 2506-*ter*, comma 3, c.c. – all'approvazione dei rispettivi Consigli di Amministrazione che si terranno in data 17 novembre 2015. Quindi il presente parere è adottato sulla base dei progetti delle situazioni patrimoniali che saranno sottoposte in tale data al Consiglio di Amministrazione.

Per effetto della Scissione, agli azionisti di EGP che non dovessero concorrere all'approvazione della medesima spetterà:

- (i) il diritto di far acquistare a Enel tutte le, o anche solo una parte delle, proprie azioni EGP ai sensi e per gli effetti dell'art. 2506-*bis*, comma 4, c.c., ricevendo un corrispettivo in danaro per ciascuna azione EGP, determinato alla stregua dei criteri previsti per il recesso ai sensi dell'art. 2437-*ter*, comma 3, c.c. (il "**Diritto di Vendita**");
- (ii) il diritto di recesso ai sensi dell'art. 2437, comma 1, lett. a), c.c. al medesimo corrispettivo determinato ai sensi dell'art. 2437-*ter*, comma 3, c.c., (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.

In considerazione del parere legale del prof. Gambino richiesto dal Comitato, si ritiene che le modalità per l'esercizio del Diritto di Recesso e del Diritto di Vendita siano le medesime, ovverosia quelle previste dalla legge applicabile per l'esercizio del Diritto di Recesso (in particolare, dall'art. 2437-*bis* c.c.); ciò anche in quanto tali modalità sono in grado di fornire agli azionisti di minoranza tutele non solo identiche, ma anche più ampie.

Il valore di liquidazione delle azioni EGP in entrambi i suddetti casi sarà pari alla media aritmetica dei prezzi di chiusura nei sei mesi che precedono la pubblicazione dell'avviso di convocazione dell'Assemblea EGP chiamata in sede straordinaria ad approvare il progetto di Scissione. Il procedimento di liquidazione delle azioni per le quali dovesse essere esercitato il Diritto di Vendita e/o il Diritto di Recesso si svolgerà, unitariamente, in conformità all'art. 2437-*quater* c.c., ritenendosi che la procedura congiunta consenta di realizzare la miglior tutela dei diritti degli azionisti, tenuto conto che in tal modo ad essi sarà garantita la possibilità di esercitare i diritti di opzione e prelazione, nel pieno rispetto del principio di parità di trattamento. Al riguardo, Enel ha dichiarato la propria intenzione di acquistare tutte le azioni oggetto del Diritto di Vendita e del Diritto di Recesso rimaste invendute ad esito dell'offerta in opzione e prelazione prevista dalla norma appena citata.

L'efficacia della Scissione è subordinata alla circostanza che il valore di liquidazione complessivo delle

azioni EGP, in relazione alle quali dovessero essere validamente esercitati il Diritto di Recesso e il Diritto di Vendita, non sia superiore a Euro 300.000.000. La predetta condizione sospensiva si intenderà ugualmente realizzata 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 c.c. dichiari la sua intenzione di procedere all'acquisto di tutte le azioni per le quali sono stati esercitati i diritti di cui sopra.

La Scissione produrrà effetti civilistici, ai sensi dell'art. 2504-*bis* c.c., dall'ultima iscrizione dell'atto di Scissione presso il Registro delle Imprese di Roma, ovvero dalla eventuale data successiva indicata nell'atto di Scissione. A tal fine, le assemblee delle società partecipanti alla Scissione conferiranno apposito mandato agli organi amministrativi per definire la data di efficacia della Scissione, se successiva all'ultima delle iscrizioni nel Registro delle Imprese.

Alla data di efficacia della Scissione, Enel aumenterà il proprio capitale sociale con emissione di un massimo di 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 pattuito per l'Operazione stessa (il "**Rapporto di Cambio**"). 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 dell'esperto redatta in conformità con quanto previsto dall'art. 2506-*ter*, comma 2, c.c. In particolare: (i) ai soci di EGP diversi da Enel verranno destinate – in applicazione del Rapporto di Cambio – un massimo complessivo di n. 770.588.712 azioni 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, mentre (ii) ad Enel verranno destinate – e contestualmente annullate in ossequio al divieto di cui all'art. 2504-*ter*, comma 2, c.c. – complessive n. 998.451.288 azioni Enel, a fronte dell'annullamento, in sede di concambio, di n. 2.054.426.517 azioni EGP da questa detenute.

Il numero di azioni Enel di nuova assegnazione potrà variare in dipendenza del numero di azioni EGP acquistate da Enel in esecuzione della procedura sopra descritta per la liquidazione delle azioni oggetto del Diritto di Recesso o del Diritto di Vendita.

Poiché, alla data di efficacia della Scissione, tutte le predette n. 3.640.000.000 azioni EGP rappresentanti la quota del capitale sociale di EGP corrispondente al Compendio Scisso oggetto di concambio verranno integralmente annullate, 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.

Per effetto del concambio da parte dei soci di EGP diversi da Enel di tutte le azioni dagli stessi possedute in EGP, e del conseguente annullamento delle stesse, Enel - ad esito della Scissione - risulterà l'unico socio di EGP, che sarà automaticamente delistata sia dal mercato italiano che dai mercati spagnoli.

2. Sintesi delle attività svolte dal Comitato

Il Comitato, tempestivamente informato dell'Operazione nel corso della riunione consiliare del 5 ottobre 2015, ha immediatamente avviato in pari data le attività propedeutiche all'esame della stessa ed è stato coinvolto nella fase delle trattative e di istruttoria, attraverso un flusso informativo tempestivo, completo e adeguato, che ha consentito al Comitato stesso di essere costantemente aggiornato in relazione

all'evoluzione delle attività poste in essere. I flussi informativi hanno riguardato, tra l'altro, i principali termini e condizioni dell'Operazione, la tempistica prevista per la sua realizzazione, il procedimento valutativo proposto, le motivazioni sottostanti l'Operazione medesima, nonché gli eventuali rischi per EGP e le sue controllate. In questo contesto, il Comitato ha esercitato il proprio diritto di chiedere informazioni e formulare osservazioni, ricevendo pronto riscontro alle proprie richieste ed osservazioni da parte del *management* coinvolto nell'Operazione. Infatti, fin dall'avvio dell'Operazione, il Comitato ha beneficiato della costante ricezione della relativa documentazione fornita da parte della Società e dei consulenti nominati dal Comitato stesso, che è stata, tra l'altro, esaminata nel corso delle riunioni svolte. In particolare, il Comitato si è riunito:

- in data 5 ottobre 2015, per una preliminare illustrazione dell'Operazione da parte delle strutture societarie competenti di EGP e per la selezione i) dei due *advisors* finanziari indipendenti del Comitato, Lazard e il Prof. Enrico Laghi (di seguito anche "*advisors* finanziari"), per l'esame degli aspetti finanziari, economici ed industriali dell'Operazione e per la predisposizione di un parere sulla congruità del Rapporto di Cambio; nonché ii) del consulente legale indipendente, Prof. Agostino Gambino, per l'esame dell'Operazione dal punto di vista giuridico. La verifica dell'indipendenza dei predetti consulenti è stata effettuata acquisendo, per il tramite del Presidente del Comitato, specifiche dichiarazioni di indipendenza da parte degli stessi consulenti.
- in data 14 ottobre 2015 e 20 ottobre 2015, per un aggiornamento sull'attività di approfondimento svolta dal consulente legale in merito alla struttura giuridica dell'Operazione e ai diritti da essa derivanti in capo agli azionisti che non intendessero parteciparvi, nonché per un aggiornamento da parte degli *advisors* finanziari in merito agli aspetti economici, industriali e finanziari dell'Operazione e alle possibili metodologie di valutazione da adottare ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio;
- in data 2 novembre 2015, per un esame degli approfondimenti degli *advisors* finanziari sulla comparazione dei Piani Industriali di EGP e di Enel, nonché delle analisi preliminari in merito alla valutazione delle due società ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio;
- in data 9 novembre 2015, per un approfondimento della struttura dell'Operazione e delle motivazioni di natura strategico-industriale della stessa, nonché per gli ulteriori approfondimenti relativi alla valutazione delle società partecipanti all'Operazione predisposte dagli *advisors* finanziari;
- in data 11 novembre 2015, per lo svolgimento di valutazioni in merito alla presentazione da parte degli *advisors* finanziari di un *range* del Rapporto di Cambio. Il Comitato ha poi espresso, in occasione della seduta del Consiglio di Amministrazione del 12 novembre 2015, le proprie osservazioni all'Amministratore Delegato di EGP invitandolo a tenere in considerazione, nella fase delle trattative nell'ambito dell'Operazione, il *range* del Rapporto di Cambio individuato dal Comitato stesso;
- in data 16 novembre 2015, per l'emissione - tenuto conto delle *fairness opinion* rilasciate dagli *advisors* finanziari nominati dal Comitato, ovvero Lazard ed il Prof. Enrico Laghi e di tutta la documentazione esaminata, più in dettaglio elencata al successivo punto 4 - del presente parere motivato sull'Operazione concernente l'interesse della Società al suo compimento, nonché la convenienza e la correttezza sostanziale delle relative condizioni.

Alle riunioni del Comitato sono stati invitati e, di norma, hanno partecipato anche gli altri amministratori indipendenti di EGP (Giovanni Battista Lombardo, Paola Muratorio e Luciana Tarozzi), al fine di garantire un'ampia condivisione delle valutazioni ed analisi demandate al Comitato; hanno partecipato altresì i componenti del Collegio Sindacale.

3. Valutazioni sulla sussistenza dell'interesse della Società al compimento dell'Operazione e sulla congruità dei termini finanziari della stessa

Il Comitato, in particolare nella riunione del 9 novembre 2015, ha valutato i temi concernenti il razionale industriale-strategico dell'Operazione, avvalendosi in proposito della documentazione fornita dal *management* della Società e dagli *advisor* finanziari. Il presente parere è stato redatto dal Comitato tenendo in considerazione, *inter alia*, le informazioni contenute nella suddetta documentazione.

3.1 Motivazioni di carattere industriale

Il settore delle rinnovabili ha assunto un ruolo sempre più rilevante nel panorama energetico, sia per la crescente competitività delle tecnologie meno mature, quali l'eolico e il solare, innescata dal rapido progresso tecnologico, sia per il contributo offerto al modello energetico per ciò che attiene la sostenibilità ambientale.

In considerazione di ciò, in un primo momento, le grandi *utilities* al fine di cogliere le opportunità offerte dal *business* delle rinnovabili hanno costituito società interamente dedicate allo sviluppo e alla gestione di impianti rinnovabili. In tale contesto, nel 2008, Enel ha costituito EGP concentrando le attività di produzione di energia da fonti rinnovabili e quotandola in Borsa nel 2010.

Tale modello energetico, nel corso degli ultimi anni, ha subito profondi cambiamenti, innescati inizialmente dal rapido sviluppo, su larga scala, delle fonti rinnovabili, con conseguente emersione di tematiche connesse alla necessità di adeguamento delle reti. A ciò si è accompagnata la comparsa di nuovi fenomeni quali, tra gli altri, la generazione distribuita, l'efficienza energetica, le auto elettriche e l'"*energy storage*", che stanno via via determinando una trasformazione radicale nei comportamenti dei consumatori, sempre più attivi sia come "produttori" di energia che come "gestori" della propria domanda elettrica. Su ciò si innesta il bisogno di sviluppare nuove tecnologie che permettano al sistema elettrico di evolvere verso un modello maggiormente integrato tra le fonti di generazione convenzionali e quindi programmabili e quelle rinnovabili, settore quest'ultimo che continua ad essere caratterizzato da un elevato tasso di crescita a livello globale.

Tale crescita si manifesta principalmente attraverso due direttrici. Da un lato, nei mercati emergenti (caratterizzati da crescita economica ed elevato processo di urbanizzazione) le rinnovabili rappresentano la risposta più rapida all'aumento della domanda di energia elettrica. Dall'altro, anche nei mercati maturi esistono opportunità di sviluppo per le rinnovabili, supportate da un processo di progressivo smantellamento di capacità di generazione convenzionale (ad esempio, gli impianti a carbone) e sostituzione con nuova capacità rinnovabile, soprattutto da fonte eolica e solare, caratterizzata da tempi rapidi di messa in esercizio, contenuti rischi di esecuzione e costi competitivi.

Inoltre, la sempre maggiore necessità di integrazione tra le fonti rinnovabili e quelle tradizionali, le reti di distribuzione ed il mercato ("sistema unico integrato"), sta portando rapidamente ad un ammodernamento

della rete elettrica, attraverso la digitalizzazione e gli "smart meter", trasformando di fatto le *utilities* energetiche da semplici produttori e distributori di energia a fornitori di servizi e ottimizzatori di sistemi. Questo fenomeno sta facendo emergere nuove opportunità di *business* che le *utilities* saranno pronte a cogliere solo se si posizioneranno quali operatori globali e integrati nel sistema elettrico.

In questo contesto, il Gruppo Enel risulta essere ben posizionato lungo le direttrici del nuovo modello. Essendo uno dei pochi operatori globali del settore, uno dei più diversificati dal punto di vista tecnologico ed avendo una base clienti di oltre 60 milioni, il Gruppo è in grado di cogliere le numerose opportunità di crescita a livello globale, facendo leva, *inter alia*, sulla propria elevata diversificazione geografica. Il Gruppo è infatti presente in tutte le aree geografiche con rilevanti prospettive di crescita, ivi incluso il continente asiatico, dove il Gruppo ha recentemente stabilito una base con l'ingresso nel mercato indiano delle rinnovabili.

Nel Gruppo Enel, EGP ha raggiunto negli ultimi anni importanti risultati, sia operativi che economico-finanziari, centrando i propri obiettivi di crescita ed internazionalizzazione. Infatti, dalla quotazione ad oggi, si è osservata una crescita del 72,5% della capacità installata rinnovabile, da 5,8GW ai 10GW attuali, e del 38% dell'EBITDA, da 1,3 miliardi di euro nel 2010 (l'8% dell'EBITDA del Gruppo) a 1,8 miliardi di euro attesi per il 2015 (il 12% dell'EBITDA del Gruppo), accompagnata da una presenza internazionale (espressa in percentuale rispetto alla capacità installata) salita dal 54% del 2010 all'attuale 69%. Tuttavia, come meglio chiarito nel prosieguo, la attuale capacità di investimento non risulta sufficiente a sostenere appieno le potenzialità di sviluppo esistenti.

Alla luce delle suddette evoluzioni nel mercato energetico e degli importanti risultati conseguiti da EGP, congiuntamente al processo di integrazione, è previsto un aumento degli investimenti di sviluppo nelle energie rinnovabili per il prossimo quinquennio; tali investimenti dovrebbero attestarsi intorno al 50% degli investimenti di crescita dell'intero Gruppo Enel, in modo tale da consentire di cogliere le consistenti e ulteriori opportunità di mercato, in linea con la crescente focalizzazione sulle energie rinnovabili.

Il processo di completa integrazione del *business* rinnovabili è coerente quindi con la strategia di sviluppo del Gruppo Enel e presenta significative motivazioni, oltre che strategiche, anche industriali e finanziarie, offrendo sostanziali opportunità di creazione di valore.

Le motivazioni industriali della prospettata Scissione – su cui si poggia l'interesse di EGP al compimento dell'Operazione - seguono, dunque, due principali direttrici: la crescita e l'integrazione in senso stretto, come anche confermato da analoghe operazioni estere di integrazione.

Quanto alla crescita, l'Operazione permetterebbe una maggiore creazione di valore per il Gruppo attraverso la possibile ulteriore accelerazione degli investimenti (alla luce di quanto suddetto), e l'implementazione della strategia di *Active Portfolio Management*. Infatti, in un contesto in cui le capacità ormai dimostrate da EGP sia in materia di sviluppo di progetti, sia in materia di loro realizzazione, eccedono la sua capacità di investimento in ottica "stand-alone" (per preservare la solidità patrimoniale della società) e in ragione della capacità finanziaria del Gruppo Enel, la completa integrazione tra Enel ed EGP permetterebbe a quest'ultima di realizzare iniziative di crescita *addizionali* nel *business* rinnovabili.

Quanto all'integrazione in senso stretto, che costituisce la seconda direttrice di creazione di valore, essa si

W
sostanza nella realizzazione di sinergie di natura operativa e gestionale, conseguibili attraverso: i) la capacità di mettere a fattor comune le rispettive competenze aziendali; tale circostanza consentirà di beneficiare di una riduzione dei costi operativi grazie alle efficienze generate dall'integrazione delle risorse umane di Enel Green Power e di Enel; ii) la gestione congiunta di impianti da fonti rinnovabili e da fonti tradizionali, mitigando pertanto i rischi connessi alle variazioni climatiche a cui Enel Green Power sarebbe esposta operando in un'ottica *stand alone*; iii) l'opportunità di usufruire della solidità finanziaria del Gruppo.

Un'ulteriore area di possibile efficientamento/ottimizzazione derivante dall'Operazione prevedrebbe, inoltre, una riduzione del rischio "merchant" nei Paesi/mercati di compresenza Enel ed EGP, sostanzialmente legata ad un'integrazione verticale e conseguente gestione accentrata delle coperture dei volumi prodotti e del relativo rischio, nonché ad un'ottimizzazione del piano di manutenzione a livello integrato del parco rinnovabile e convenzionale e ad una maggiore competitività commerciale garantita dalla gestione sinergica degli asset rinnovabili con quelli convenzionali.

Infine, la Scissione consentirà ad EGP di beneficiare di una riduzione dei costi e oneri (sia in termini di gestione, sia in termini operativi), nonché di una più elevata flessibilità organizzativa e gestionale. In particolare, a valle dell'Operazione, EGP potrà dare avvio ad un processo di semplificazione della *governance* – in linea peraltro con l'obiettivo di maggiore focalizzazione sul *business* domestico delle energie rinnovabili e conseguente minore complessità – che garantirà maggior velocità e dinamicità dei processi decisionali, nonché dell'esercizio del controllo strategico, gestionale e tecnico-operativo. Allo stesso modo, la razionalizzazione delle funzioni e dei processi assicurerà, in ogni caso, alle strutture e funzioni di EGP *post* scissione il mantenimento della propria elevata specializzazione (in ambito produttivo e di mercato), in maniera armonica e senza discontinuità operative. Per altro verso, la separazione del *business* internazionale permetterà a EGP di concentrare le risorse economico-finanziarie del proprio *core business* in Italia, cogliendo le opportunità offerte dal mercato.

In sintesi, l'Operazione prospettata consentirebbe al Gruppo di realizzare progetti di crescita addizionali nel *business* delle rinnovabili, potendo la Società usufruire, *inter alia*, della solidità finanziaria del Gruppo Enel. L'Operazione consentirebbe, altresì, una razionalizzazione e semplificazione della struttura del gruppo, con il conseguimento di sinergie operative e gestionali di cui si potrà beneficiare, con conseguente ottimizzazione dei costi attraverso la combinazione delle diverse competenze aziendali e la riduzione del rischio.

3.2 Valutazioni relative al Rapporto di Cambio

Il Comitato, sulla base del flusso informativo fornito dal *management* della Società e delle valutazioni effettuate dagli *advisors* finanziari, ritiene, ai fini della valutazione del Rapporto di Cambio dell'Operazione, che le analisi e le valutazioni finanziarie si debbano basare su metodologie utilizzate nella prassi professionale. Si precisa che ciascuna metodologia considerata presenta limiti specifici e si basa su ipotesi e assunzioni specifiche; il Comitato, pertanto, ritiene opportuno determinare il Rapporto di Cambio sulla base di un processo di valutazione che, in sintesi ragionata, tenga conto delle risultanze delle metodologie di analisi e valutazione adottate.

In particolare, ai fini della predetta determinazione, si è fatto riferimento alle seguenti metodologie e analisi valutative: (i) metodo del *Discounted Cash Flow*, (ii) metodo delle quotazioni di borsa; (iii) metodo dei *target price*. Le predette metodologie sono state sostanzialmente condivise dai due *advisors* finanziari.

Ciò premesso, il Comitato rileva che il Rapporto di Cambio al quale si è pervenuto a seguito delle negoziazioni intercorse i cui esiti sono stati portati a conoscenza del Comitato in data odierna – pari a 0,486 azioni Enel per ciascuna azione EGP portata in concambio – si colloca all'interno dei *range* individuati dagli *advisors* finanziari sulla base di metodologie di valutazione correntemente utilizzate nella pratica professionale, le cui risultanze sono state positivamente valutate da parte dello stesso Comitato.

4. Conclusioni

Il Comitato, composto dal Prof. Carlo Angelici (Presidente), Prof. Luca Anderlini e Dott. Giovanni Pietro Malagnino, all'esito delle sopra menzionate riunioni e dopo avere esaminato:

(i) la documentazione societaria prevista *ex lege* con riferimento all'Operazione di Scissione (*i.e.* la bozza del progetto di Scissione, nonché le valutazioni e motivazioni indicate nella bozza della relazione illustrativa del Consiglio di Amministrazione all'Assemblea straordinaria degli azionisti di EGP chiamata ad esprimersi sulla Scissione);

(ii) la bozza del documento informativo di cui all'art. 5 del regolamento Consob n. 17221/2010 in materia di operazioni con parti correlate;

(iii) le risultanze valutative cui sono addivenuti gli *advisors* finanziari nominati dal Comitato, ovvero Lazard ed il Prof. Enrico Laghi, sulla base dei metodi di valutazione analiticamente descritti nella documentazione resa disponibile e puntualmente illustrata al Comitato;

(iv) la proposta di Rapporto di Cambio da applicare nel contesto della Scissione, definita da un negoziato fra le parti, in cui si è tenuto conto anche delle osservazioni formulate dal Comitato al Consiglio di Amministrazione sulla scorta delle valutazioni degli *advisors* finanziari Lazard e Prof. Enrico Laghi che si sono avvalsi del supporto documentale, come specificato nei documenti dagli stessi rispettivamente prodotti, fornito dal *management* di EGP e di Enel;

(v) il documento descrittivo del rationale industriale-strategico dell'Operazione e degli elementi per la sua valutazione, presentato dal *management* della Società al Comitato ed ai suoi *advisors* finanziari in data 9 novembre 2015;

(vi) le *fairness opinion* rilasciate da Lazard e dal Prof. Enrico Laghi attestanti la congruità, dal punto di vista finanziario, del Rapporto di Cambio determinato nella misura di 0,486 azioni Enel per ciascuna azione EGP portata in concambio;

(vii) l'ulteriore documentazione messa a disposizione del Consiglio di Amministrazione di EGP ai fini delle valutazioni funzionali all'assunzione delle decisioni inerenti la Scissione.

RILEVATO

- con riferimento a quanto previsto dall'art. 14, comma 1 del regolamento Consob n. 17221/2010, che tutto quanto puntualmente indicato al precedente paragrafo 3 evidenzia le ragioni dell'Operazione – dal punto di vista strategico, industriale ed economico/finanziario – nonché la convenienza dell'Operazione stessa, anche in un'ottica di Gruppo e dunque alla luce del risultato complessivo dell'attività di direzione e coordinamento di Enel - che sulla base della documentazione sopra menzionata, messa a disposizione

del Comitato, e alla luce delle finalità perseguite dalla Società attraverso l'Operazione, questa ultima corrisponde a un interesse effettivo e attuale della Società e degli azionisti di EGP diversi da Enel;

- che il processo sinora seguito, anche con riferimento ai termini e alle condizioni sostanziali dell'Operazione, ivi inclusa la valutazione delle società partecipanti alla Scissione e la determinazione del Rapporto di Cambio, risulta corretto e conforme alle disposizioni normative applicabili;
- che l'Operazione, per quanto di competenza del Comitato, risulta conveniente per EGP ed i suoi azionisti diversi da Enel, anche alla luce del Rapporto di Cambio stabilito;

CONSIDERATO

- che l'operazione di Scissione, con la completa integrazione tra Enel ed EGP, permetterà di realizzare iniziative di crescita addizionali nel *business* rinnovabili, in ragione della capacità finanziaria del Gruppo Enel e tenuto conto delle capacità ormai dimostrate da EGP sia in materia di sviluppo di progetti, sia in materia di loro realizzazione;
- che l'Operazione consente la realizzazione di sinergie di natura operativa e gestionale, conseguibili attraverso la capacità di mettere a fattor comune le rispettive competenze aziendali (con conseguenti efficienze di costo), la possibilità di gestire congiuntamente diverse filiere produttive (con conseguente riduzione del rischio) e l'opportunità di usufruire della solidità finanziaria del Gruppo;
- che l'Operazione potrebbe consentire un efficientamento/ottimizzazione anche attraverso una riduzione del rischio "*merchant*" nei Paesi/mercati di compresenza Enel ed EGP, per effetto sostanzialmente dell'integrazione verticale e della gestione accentrata delle coperture dei volumi prodotti e del relativo rischio, nonché un'ottimizzazione del piano di manutenzione a livello integrato del parco rinnovabile e convenzionale e della maggiore competitività commerciale garantita dalla gestione sinergica degli *asset* rinnovabili con quelli convenzionali;
- che la Scissione consentirà ad EGP di beneficiare di una riduzione dei costi e oneri (sia in termini di gestione, sia in termini operativi), nonché di una più elevata flessibilità organizzativa e gestionale;
- che, ricorrendo i presupposti per l'esercizio del Diritto di Recesso e del Diritto di Vendita, sarà, peraltro, garantita agli azionisti EGP una c.d. *way out in cash*, a prezzi di mercato;

ALL'UNANIMITA' IL COMITATO ESPRIME PARERE FAVOREVOLE

sulla sussistenza di un interesse della Società al compimento dell'Operazione, nonché sulla convenienza e correttezza sostanziale dei relativi termini e condizioni.

Roma, 16 novembre 2015

Carlo Angelici – Presidente

Luca Anderlini

Giovanni Pietro Malagnino





MEDIOBANCA

Banca di Credito Finanziario S.p.A.

Milano, 17 novembre 2015

Spettabile
Enel Green Power S.p.A.
Viale Regina Margherita 125
00198 Roma

Alla c.a. del Consiglio di Amministrazione

In data odierna 17 novembre 2015 si è riunito il Consiglio di Amministrazione di Enel Green Power S.p.A. ("EGP" o la "Società") per deliberare in merito ad un Progetto di Scissione parziale non proporzionale di EGP in favore di Enel S.p.A. ("Enel"), ai sensi dell'art. 2506-bis, comma 4, del Codice Civile (la "Scissione" e/o l'"Operazione"). Enel è società controllante EGP con una quota del 68,29%.

Secondo quanto risulta nel progetto di scissione redatto ai sensi degli art. 2506 e segg. del Codice Civile (il "Progetto di Scissione"), la Scissione comporterà l'assegnazione alla beneficiaria Enel della quasi totalità delle partecipate estere e delle attività finanziarie di EGP (il "Compendio Scisso"), mentre EGP manterrà le attività italiane e le residue partecipazioni estere.

La Scissione prevede l'emissione in concambio e assegnazione non proporzionale ai soci di EGP di azioni della beneficiaria Enel di nuova emissione, in applicazione di un rapporto di cambio che è stato individuato dal Consiglio di Amministrazione in data odierna, 17 novembre 2015, in 0,486 azioni Enel per ogni azione ordinaria EGP (il "Rapporto di Cambio"). Pertanto, alla data di efficacia della Scissione la quota del capitale sociale di EGP corrispondente al Compendio Scisso sarà concambiata come segue: i soci di EGP diversi da Enel concambieranno tutte le azioni dagli stessi detenute in EGP; (ii) Enel concambierà solo la parte di azioni dalla stessa detenute in EGP corrispondenti al numero di azioni di EGP complessivamente portate in concambio dedotte le azioni EGP portate in concambio dai soci di EGP diversi da Enel.

In particolare: i) ai soci di EGP diversi da Enel verranno attribuite azioni Enel di nuova emissione - godimento regolare - in funzione dell'applicazione del Rapporto di Cambio, con annullamento delle azioni EGP dagli stessi detenute; ii) in favore di Enel verranno emesse - e contestualmente annullate ai sensi dell'art. 2504-ter, comma 2, del Codice Civile, senza che si proceda mai alla loro assegnazione - un numero di azioni derivante dall'applicazione del Rapporto di Cambio a fronte delle azioni di EGP detenute dalla stessa Enel, corrispondenti al numero di azioni EGP riferite al Compendio Scisso al netto di quelle di pertinenza dei soci di EGP diversi da Enel.

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, il Consiglio di Amministrazione di EGP ha adottato un criterio di assegnazione non proporzionale delle azioni di nuova emissione di Enel ai soci di EGP, derivante dal rapporto del valore del Compendio Scisso sul valore totale dell'intera EGP ante Scissione.

Per effetto dell'Operazione Enel risulterà l'unico socio di EGP scissa, con *delisting* di EGP dai mercati sui quali la stessa è quotata.

La Scissione viene deliberata sulla base delle situazioni patrimoniali di EGP e Enel riferite alla data del 30 settembre 2015, approvate dai Consigli di Amministrazione di EGP e Enel in data 12 novembre 2015.



In conseguenza del rapporto di controllo di diritto di Enel su EGP, l'Operazione costituisce per EGP un'operazione tra parti correlate "di maggiore rilevanza" ai sensi del Regolamento Consob n. 17221/2010 e della procedura in materia di operazioni con parti correlate di EGP ("Procedura EGP"). L'Operazione pertanto è stata assoggettata all'iter previsto dalla Procedura EGP per operazioni di questo tipo.

Nell'ambito dell'Operazione EGP ha conferito a Mediobanca - Banca di Credito Finanziario S.p.A. ("Mediobanca") un incarico (l'"Incarico") che prevede tra l'altro l'emissione di una *fairness opinion* (il "Parere") a favore del Consiglio di Amministrazione di EGP, con riferimento alla congruità dal punto di vista finanziario del Rapporto di Cambio.

Il Parere è indirizzato esclusivamente al Consiglio di Amministrazione della Società nell'ambito del processo decisionale relativo all'Operazione come rappresentata nel Progetto Scissione e si basa sull'assunto che l'Operazione venga posta in essere secondo termini e condizioni non significativamente difformi da quelli in esso rappresentati. In particolare, il Parere è basato sulle assunzioni riportate al Paragrafo 2.2.

Il Parere è stato redatto da Mediobanca a supporto e per uso interno ed esclusivo del Consiglio di Amministrazione della Società che se ne potrà avvalere per le determinazioni di propria competenza nei limiti e termini contenuti nel presente Parere. Pertanto, il Parere: (i) non potrà essere pubblicato o divulgato, in tutto o in parte, a terzi o utilizzato per scopi diversi da quelli indicati nel Parere stesso, salvo preventiva autorizzazione scritta di Mediobanca ovvero ove ciò sia richiesto da leggi o regolamenti o richieste specifiche di autorità competenti, fermo restando che è autorizzata sin da ora esclusivamente la pubblicazione di una copia integrale (e non per estratto) del presente Parere quale allegato del documento informativo che la Società pubblicherà ai sensi dei regolamenti Consob applicabili all'Operazione; (ii) è indirizzato esclusivamente al Consiglio di Amministrazione della Società e, pertanto, nessuno, ad eccezione dei destinatari del Parere, è autorizzato a fare affidamento su quanto riportato nel Parere e, conseguentemente, ogni giudizio di terzi, ivi inclusi gli azionisti EGP, sulla bontà e convenienza dell'Operazione rimarrà di loro esclusiva responsabilità e competenza. In particolare, il presente Parere esprime il giudizio e la valutazione di Mediobanca esclusivamente in relazione alla congruità del Rapporto di Cambio dal punto di vista finanziario; non esprime alcun giudizio o valutazione in merito all'interesse della Società all'Operazione e alla convenienza e correttezza sostanziale delle condizioni della stessa.

Si precisa che Mediobanca opera in qualità di consulente finanziario e pertanto non ha fornito e non fornisce alcuna prestazione consulenziale di natura, a titolo esemplificativo, ma non esaustivo, legale, contabile, fiscale, industriale, ambientale, attuariale, tecnica. È espressamente escluso un qualsiasi potere del consulente finanziario di vincolare o condizionare in alcun modo il Consiglio di Amministrazione della Società nelle proprie decisioni in relazione all'Operazione e il Parere si basa sul presupposto che la Scissione e i termini e condizioni della stessa vengano valutati dai membri del Consiglio di Amministrazione della Società in autonomia di giudizio.

Mediobanca riceverà ai sensi dell'Incarico una remunerazione non condizionata al completamento dell'Operazione. Si precisa inoltre che:

- dopo aver svolto gli opportuni approfondimenti, Mediobanca ritiene che non sussistono relazioni economiche, patrimoniali e finanziarie con: (i) EGP, con (ii) i soggetti che la controllano, le società controllate da EGP o sottoposte a comune controllo, nonché con gli amministratori delle società di cui ai punti (i) e (ii), che possano pregiudicare l'indipendenza e l'autonomia di giudizio di Mediobanca;
- Mediobanca fa parte di un primario gruppo bancario, le cui società sono impegnate in un'ampia gamma di operazioni finanziarie, sia per conto proprio sia per conto dei propri clienti. E' perciò possibile che altre società del gruppo o taluni clienti del gruppo, stipulino accordi o detengano partecipazioni o altri titoli di Enel o Enel Green Power. Tuttavia, idonee procedure interne sono state stabilite per monitorare e gestire potenziali conflitti di interesse, al fine di assicurare che le attività di consulenza finanziaria siano svolte indipendentemente dalle, e gestite separatamente rispetto alle, attività sopra menzionate;



- nel normale svolgimento delle sue attività e servizi, Mediobanca fornisce attualmente ad Enel, società controllante di EGP, servizi di consulenza per acquisizioni, riorganizzazione della struttura proprietaria e partecipazioni a finanziamenti e negli ultimi due anni Mediobanca ha prestato servizi di advisory e di debt capital market a Enel;
- si ritiene che nessuna delle sopra menzionate circostanze, in accordo con la "Politica per la gestione dei conflitti di interesse" di Mediobanca, pregiudichi l'indipendenza di Mediobanca con riferimento all'Operazione.

Le valutazioni condotte sono riferite alle situazioni economico patrimoniali di EGP e Enel come identificate nelle informazioni messe a disposizione di Mediobanca su cui Mediobanca non ha svolto alcuna autonoma verifica. Il Parere è necessariamente riferito, stante i criteri di valutazione utilizzati, alle condizioni economiche e di mercato alla data del 13 novembre 2015. Mediobanca ha basato le proprie analisi sul fatto che nel periodo compreso tra le ultime situazioni economico-patrimoniali disponibili e la data del Parere non si siano verificati mutamenti sostanziali nel profilo economico-patrimoniale e finanziario di Enel e EGP. In ogni caso, in generale, è inteso che sviluppi successivi nelle condizioni di mercato così come in tutte le Informazioni utilizzate nei termini e condizioni dell'Operazione, potrebbero avere un effetto anche significativo sulle conclusioni del Parere. Mediobanca peraltro non si assume né avrà alcun onere o impegno ad aggiornare o rivedere il Parere o riconfermare le proprie conclusioni ivi presenti, anche nel caso si verificassero una o più delle variazioni sopra richiamate.

Le conclusioni esposte nel Parere sono basate sul complesso delle considerazioni ivi contenute e, pertanto, nessuna parte del Parere potrà essere utilizzata disgiuntamente rispetto al Parere nella sua interezza. L'utilizzo parziale del contenuto del Parere e/o l'utilizzo dello stesso per scopi diversi rispetto a quelli per i quali è stato redatto può comportare un'interpretazione errata, anche in maniera significativa, di tutte le considerazioni presenti nel Parere e/o delle sue conclusioni. In nessun caso, le valutazioni riportate nel Parere sono da considerarsi in un contesto diverso da quello in esame. In particolare, il presente Parere e le conclusioni in esso contenute non configurano la prestazione di servizi e attività di investimento, ai sensi del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n.58, come successivamente modificato ed integrato. Il Parere non costituisce né un'offerta al pubblico, né un consiglio o una raccomandazione di acquisto o vendita di un qualsiasi prodotto finanziario.

Le valutazioni esposte nel Parere sono state condotte in ottica *stand-alone* e di *going concern* pertanto i risultati dell'analisi prescindono da ogni considerazione concernente eventuali sinergie operative e/o impatti fiscali e/o contabili e/o finanziari e/o operativi dell'Operazione. Inoltre il Parere contiene assunzioni e stime considerate ragionevolmente appropriate da Mediobanca anche con riferimento alla prassi italiana e internazionale, e determinate sulla base delle Informazioni.

Inoltre, va rilevato che le analisi valutative sono state effettuate al solo scopo di valutare la congruità del Rapporto di Cambio. Pertanto, con il presente Parere, Mediobanca non esprime alcun giudizio circa: (i) il valore economico e/o il prezzo di mercato pre o post Operazione, che EGP post Scissione, il Compendio Scisso e/o Enel potrebbero avere in futuro o in un contesto diverso rispetto a quello in esame, ivi incluso in ipotesi di realizzazione dell'Operazione con termini e condizioni diversi rispetto a quelli ad oggi proposti nel Progetto di Scissione, né nulla di quanto indicato nel Parere può o potrà essere considerato una garanzia o un'indicazione dei risultati economici, patrimoniali e finanziari prospettici di EGP post Scissione, del Compendio Scisso e/o di Enel; o (ii) la situazione finanziaria e/o la solvibilità di EGP post Scissione, del Compendio Scisso e/o di Enel. Mediobanca non si assume alcuna responsabilità diretta e/o indiretta per danni che possano derivare da un utilizzo improprio e/o parziale delle informazioni contenute nel Parere.

1. Documentazione utilizzata

Nello svolgimento dell'Incarico e nell'elaborazione del Parere, Mediobanca ha fatto riferimento a informazioni pubblicamente disponibili ritenute rilevanti ai fini dell'applicazione delle varie metodologie valutative selezionate, a documenti, dati ed



informazioni forniti da EGP e da Enel (per il tramite di EGP), anche nel corso di incontri con il management, e/o da terzi per loro conto (complessivamente, le "Informazioni"), tra cui la seguente documentazione (la "Documentazione Rilevante"):

- a) il Progetto di Scissione e la bozza della Relazione degli Amministratori portati in approvazione all'odierno Consiglio di Amministrazione;
- b) bilanci civilistici e consolidati di Enel ed EGP relativi all'esercizio 2014;
- c) relazioni semestrali e trimestrali consolidate di Enel ed EGP al 30 giugno 2015 ed al 30 settembre 2015 rispettivamente;
- d) Piano Industriale 2016-2020 di EGP approvato dal Consiglio di Amministrazione di EGP il 12 novembre 2015 (il "Business Plan EGP");
- e) Piano Industriale 2016-2020 di Enel approvato dal Consiglio di Amministrazione di Enel il 12 novembre 2015 (il "Business Plan Enel" e, congiuntamente al Business Plan Enel, il "Business Plan");
- f) 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), corredate dalle principali assunzioni e ipotesi di base;
- g) 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");
- h) assunzioni economico-finanziarie e operative di lungo periodo predisposte dal management di Enel ed EGP per gli anni successivi 2021-2025 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;
- j) informazioni circa il numero di azioni di Enel ed EGP alla data della presente Parere;
- k) corsi di Borsa e volumi di negoziazione delle azioni Enel ed EGP in diversi orizzonti temporali;
- l) ricerche ed analisi finanziarie su Enel ed EGP pubblicate da analisti di ricerca di broker e banche di investimento;
- m) i termini e gli andamenti dei corsi di Borsa di società coinvolte in selezionate operazioni precedenti ritenute comparabili con quella in esame.

Sono stati inoltre realizzati approfondimenti con il management di EGP e, in presenza del management di EGP, anche con il management di Enel finalizzati ad ottenere chiarimenti sulle principali *assumptions* sottostanti le proiezioni economico-patrimoniali contenute nei Business Plan sulle metodologie di reportistica contabile e sulle attese relativamente all'andamento di Enel ed EGP e del settore di riferimento.

Nell'espletamento dell'incarico, nella predisposizione del Parere e in tutte le elaborazioni effettuate, Mediobanca ha:

- (i) confidato (a) sulla veridicità, completezza ed accuratezza delle Informazioni utilizzate, ivi inclusi la Documentazione Rilevante, senza effettuare né direttamente né indirettamente alcuna autonoma verifica, accertamento e/o analisi, e (b) sul fatto che



non vi siano dati, informazioni o fatti non rivelati la cui omissione renda ingannevoli le Informazioni;

- (ii) fatto affidamento (a) sugli aspetti legali, contabili, fiscali e tecnici dell'Operazione così come riportati nelle Informazioni e nella Documentazione Rilevante e (b) sul fatto che i Business Plan ed eventuali ulteriori proiezioni economico-patrimoniali di dettaglio relative a Enel e/o EGP ricevute da Mediobanca siano stati preparati sulla base di assunzioni ragionevoli e che riflettano le stime più accurate possibili effettuate dal *management* in relazione allo sviluppo futuro del *business* e dei risultati economico-patrimoniali delle società interessate all'Operazione.

Mediobanca non si assume, pertanto, alcuna responsabilità relativamente alla veridicità, completezza ed accuratezza delle Informazioni utilizzate per le proprie analisi e per l'elaborazione e la stesura del Parere.

2. Principali difficoltà e limiti della valutazione e assunzioni sottostanti il Parere

2.1 Principali difficoltà e limiti della valutazione

Tra i limiti e le principali difficoltà di valutazione si segnalano i seguenti aspetti:

- 1) i dati previsionali, le stime e le proiezioni economico-finanziarie utilizzate ai fini delle valutazioni presentano, per loro natura, profili di incertezza la cui variazione potrebbe avere pertanto un impatto, anche significativo, sui risultati delle valutazioni. Inoltre le società oggetto di valutazione operano in un settore influenzato dall'andamento dello scenario energetico di riferimento e dal quadro legislativo e regolatorio: le principali ipotesi sottostanti i Business Plan potrebbero, anche in relazione alla variabilità dell'attuale scenario macroeconomico e ad una eventuale variazione del quadro legislativo e regolatorio, non realizzarsi, con conseguenti impatti, anche rilevanti, sui risultati delle valutazioni;
- 2) l'approccio a "somma delle parti" utilizzato nel Metodo del Discounted Cash Flow ha reso necessaria una complessa allocazione di determinate grandezze economico, finanziarie e patrimoniali alle singole attività oggetto di valutazione;
- 3) 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 e le cui stime ed aspettative potrebbero essere diverse, anche in modo significativo, rispetto ai Business Plan approvati dai rispettivi Consigli il 12 novembre 2015.

2.2 Principali assunzioni sottostanti il Parere

In relazione a quanto sopra riportato, si rappresenta che ai fini della predisposizione del presente Parere sono state effettuate specifiche assunzioni inerenti:

- a) le proiezioni economico-patrimoniali per il periodo 2021-2025 fornite e guidate dal management e riflesse nel calcolo del Terminal Value secondo le indicazioni messe a disposizioni dalle società;
- b) la capacità delle società oggetto di valutazione di realizzare le proiezioni economico finanziarie contenute nei Business Plan e nelle assunzioni sopra richiamate.

Occorre pertanto segnalare che, qualora, successivamente alla data di emissione del Parere, si manifestino modifiche rispetto a quanto sopra ipotizzato, le conclusioni del Parere potrebbero modificarsi anche in maniera significativa. Mediobanca, come già indicato in premessa, peraltro non si assume né avrà alcun onere o impegno ad aggiornare o rivedere il Parere o riconfermare le proprie conclusioni, anche nel caso si verificassero una o più delle variazioni sopra richiamate.



3. Individuazione del percorso valutativo condotto

3.1 Finalità del parere: tratti caratteristici delle valutazioni

Le conclusioni esposte sono basate sul complesso delle considerazioni effettuate. Tali valutazioni non debbono essere considerate singolarmente, bensì interpretate come parte inscindibile di un processo di valutazione unico. L'analisi dei risultati ottenuti da ciascuna metodologia in modo indipendente e non alla luce del rapporto di complementarità che si crea con gli altri criteri comporta, infatti, la perdita di significatività dell'intero processo di valutazione. Pertanto, in nessun caso, singole parti del presente Parere possono essere utilizzate separatamente dal parere stesso nella sua interezza.

3.2 Il percorso valutativo

3.2.1 Metodologie valutative

Tenuto conto, oltre che delle Informazioni disponibili, della tipologia di Operazione, del settore di riferimento in cui operano le società oggetto dell'Operazione, delle caratteristiche specifiche delle stesse e della loro tipologia di operatività, della prassi valutativa in linea con gli standard nazionali e internazionali, i metodi individuati sono i seguenti.

Metodi di valutazione principali:

- a) Metodo del Discounted Cash Flow, applicando il criterio della Somma delle Parti;
- b) Metodo dell'Andamento dei Prezzi di Borsa;

Metodo di valutazione di controllo:

- c) Metodo dei Target Price dei titoli Enel ed EGP pubblicati dagli analisti finanziari.

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.

3.2.2 Metodo del Discounted Cash Flow

Tale metodo è riconosciuto dalla dottrina e dalla prassi internazionale come il metodo più analitico e l'unico, fra i metodi selezionati, in grado di recepire pienamente le proiezioni economico-finanziarie messe a disposizione di Mediobanca.

Il Metodo del Discounted Cash Flow ("DCF") porta ad esprimere il "valore della società" (MV) come differenza tra il valore attuale netto delle sue attività operative (EV), il valore di mercato del suo debito finanziario netto (NFP), l'eventuale patrimonio di terzi (MINT), il trattamento di fine rapporto (TFR), provision rilevanti e crediti/debiti per imposte differite

Si noti che il Metodo del DCF è stato applicato 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.

L'EV è uguale alla somma tra:

- valore dei "flussi di cassa unlevered disponibili" ("FCFun") per il periodo esplicito ("n") scontati al "costo medio ponderato del capitale" ("WACC") e



- valore terminale (“Terminal Value” o “TV”): rappresenta il valore dell’azienda o dell’attività economica oggetto di valutazione al termine del periodo delle proiezioni.

Ai fini del presente Parere si è utilizzato quale periodo esplicito l’arco temporale 2015-2020 (considerando per il 2015 unicamente il periodo successivo al 30 Settembre, data di valutazione) (il “Periodo Esplicito”) sulla base delle proiezioni economico-patrimoniali fornite esplicitamente dal management di EGP e Enel, proiettate inoltre nel periodo 2021-2025 sulla base di specifiche indicazione dei rispettivi *management*.

In termini sintetici, la formalizzazione di quanto sopra esposto si può rappresentare nel modo seguente:

$$EV = \left[\sum_{t=1}^n \frac{FCF_{un_t}}{(1+WACC)^t} + \frac{TV}{(1+WACC)^n} \right]$$

Il WACC ovvero il “costo medio ponderato del capitale” è stato calcolato sulla base della formula finanziaria che considera come parametri il costo del debito, il costo dell’*equity* e la struttura finanziaria della Società, dove il costo dell’*equity* è stato calcolato sulla base dell’usuale formula del *Capital Asset Pricing Model*.

In sede di calcolo del TV, 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. È stata successivamente svolta un’analisi di sensitività del costo medio ponderato del capitale al fine di definire il *range* di valutazione.

Al fine di determinare il valore dell’*equity* di EGP e Enel, l’EV è stato rettificato per le seguenti voci patrimoniali al 30 Settembre 2015: (i) debito finanziario netto, (ii) patrimonio di terzi, (iii) trattamento di fine rapporto, (iv) fondi oneri e rischi (principalmente ambientali ed incentivi all’esodo) e (v) crediti/debiti per imposte differite.

Sulla base dei risultati ottenuti dall’applicazione del metodo del DCF si ottiene un *range* di rapporto di cambio compreso tra 0,38 e 0,53 azioni ordinarie Enel per ogni azione EGP.

3.2.3 Metodo dell’Andamento dei Prezzi di Borsa

Nel caso di società quotate in Borsa la prassi suggerisce di considerare i prezzi di mercato quali informazioni rilevanti per la stima del valore economico delle società, utilizzando le capitalizzazioni di Borsa calcolate sulla base di quotazioni registrate in intervalli di tempo giudicati significativi.

Nel caso specifico, si è ritenuto opportuno applicare tale metodologia adottando i seguenti criteri: (i) utilizzo di medie aritmetiche dei prezzi ufficiali ponderate per i volumi; (ii) utilizzo di periodi di riferimento di 1 mese, 3 mesi, 6 mesi e 1 anno antecedenti il 27 Ottobre 2015, giorno della diffusione del primo comunicato stampa relativo all’Operazione. In questo modo l’intervallo di tempo prescelto dovrebbe includere solamente i prezzi che non siano influenzati dai *rumors* sull’Operazione.

Con esclusivo riferimento a EGP, nell’ambito dell’analisi dei prezzi di mercato, è stato tenuto conto anche dei premi, rispetto ai prezzi di mercato stessi, riconosciuti in 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.



Si noti che i premi osservati in dette operazioni sono stati applicati ai prezzi di mercato “undisturbed” (cioè non influenzati) misurati su determinati orizzonti temporali, ricavando un intervallo di prezzo per l’azione EGP che è stato 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.

Sulla base dei risultati ottenuti dall’applicazione del Metodo dell’Andamento dei Prezzi di Borsa si ottiene:

- (i) un *range* di rapporto di cambio compreso tra 0,38 e 0,51 azioni ordinarie Enel per ogni azione EGP (senza tenere conto dei premi riconosciuti in selezionate operazioni precedenti ritenute comparabili con quella in esame) e
- (ii) un *range* compreso tra 0,47 e 0,51 azioni ordinarie Enel per ogni azione EGP (tenuto conto dei premi riconosciuti in selezionate operazioni precedenti ritenute comparabili con quella in esame).

3.2.4 Metodo dei Target Price

La metodologia consiste nell’analisi dei Target Price degli analisti di ricerca che coprono i titoli EGP ed Enel. Così come avviene per l’analisi dei corsi di borsa, essi rappresentano un’utile indicazione ai fini della determinazione del valore di società i cui titoli siano quotati in Borsa, completando il quadro dei riferimenti valutativi. L’osservazione dei Target Price dei titoli Enel ed EGP pubblicati dagli analisti finanziari consente di ricavare, per ognuno dei broker considerati, un rapporto di cambio implicito.

Sulla base dei risultati ottenuti dall’applicazione del Metodo dei Target Price si ottiene un *range* di rapporto di cambio compreso tra 0,34 e 0,53 azioni ordinarie Enel per ogni azione EGP.

4. Conclusioni

Sulla base di tutto quanto sopra esposto, si ritiene che nel contesto dell’Operazione, il Rapporto di Cambio sia congruo da un punto di vista finanziario.

L’emissione del presente Parere è stata approvata dal Comitato Fairness Opinion di Mediobanca.

MEDIOBANCA

IL PRESENTE DOCUMENTO COSTITUISCE UNA TRADUZIONE DI CORTESIA DEL PARERE REDATTO IN ORIGINALE IN LINGUA INGLESE DA BARCLAYS BANK PLC IN FAVORE DEL CONSIGLIO DI AMMINISTRAZIONE DI ENEL GREEN POWER S.P.A. IN DATA 17 NOVEMBRE 2015. LA TRADUZIONE IN ITALIANO DI SEGUITO RIPORTATA E' STATA PRODOTTA E FORNITA A PURO TITOLO DI CORTESIA ED IN CASO DI INCOERENZA TRA LA SEGUENTE TRADUZIONE ED IL PARERE ORIGINALE IN LINGUA INGLESE, QUEST'ULTIMO PREVALE.

Consiglio di Amministrazione
Enel Green Power S.p.A.
Viale Regina Margherita 125
00198 Roma, Italy

17 Novembre 2015

Spettabili Amministratori,

Apprendiamo che il Consiglio di Amministrazione di Enel Green Power S.p.A. (“**EGP**”) si è riunito per approvare i termini e le condizioni della transazione che prevede la scissione parziale non proporzionale di EGP in favore di Enel S.p.A. (“**Enel**”) (la “**Scissione**”). Enel detiene il 68% del capitale sociale e dei diritti di voto di EGP.

In conformità ai termini della Scissione, gli azionisti di EGP (diversi da Enel) (gli “**Azionisti EGP**”) riceveranno 0,486 azioni ordinarie Enel di nuova emissione (“**Azioni Enel**”) per ogni azione ordinaria EGP posseduta (il “**Rapporto di Cambio**”).

In conformità ai termini della lettera di incarico datata 13 Novembre 2015 (la “**Lettera di Incarico**”), EGP ha incaricato Barclays Bank PLC, attraverso la propria divisione di *banca di investimento* (“**Barclays**”), di fornire servizi di consulenza finanziaria a EGP con riferimento alla Scissione e il Consiglio di Amministrazione di EGP ha richiesto a Barclays di fornire un parere circa la congruità, da un punto di vista finanziario, del Rapporto di Cambio per gli Azionisti EGP.

Al fine di giungere al nostro parere, abbiamo:

- i) Esaminato il bilancio annuale, civilistico e consolidato, per l'esercizio terminato il 31 Dicembre 2014 e la relazione infra-annuale, civilistica e consolidata, per il periodo terminato il 30 Giugno 2015, sia per Enel che per EGP (ognuna “**la Società**” e insieme “**le Società**”);
- ii) Esaminato le relazioni infra-annuali in bozza delle Società, per il periodo terminato il 30 Settembre 2015;
- iii) Esaminato il piano industriale di EGP approvato dal Consiglio di Amministrazione di EGP per il periodo compreso tra il 2016 e il 2020 (il “**Piano Industriale di EGP**”);

IL PRESENTE DOCUMENTO COSTITUISCE UNA TRADUZIONE DI CORTESIA DEL PARERE REDATTO IN ORIGINALE IN LINGUA INGLESE DA BARCLAYS BANK PLC IN FAVORE DEL CONSIGLIO DI AMMINISTRAZIONE DI ENEL GREEN POWER S.P.A. IN DATA 17 NOVEMBRE 2015. LA TRADUZIONE IN ITALIANO DI SEGUITO RIPORTATA E' STATA PRODOTTA E FORNITA A PURO TITOLO DI CORTESIA ED IN CASO DI INCOERENZA TRA LA SEGUENTE TRADUZIONE ED IL PARERE ORIGINALE IN LINGUA INGLESE, QUEST'ULTIMO PREVALE.

- iv) Esaminato il piano industriale di Enel approvato dal Consiglio di Amministrazione di Enel per il periodo compreso tra il 2016 e il 2020 (il “**Piano Industriale di Enel**”);
- v) Esaminato determinate proiezioni finanziarie e operative predisposte dal *management* di EGP e Enel per il periodo compreso tra il 2016 e il 2020;
- vi) Esaminato determinate proiezioni finanziarie e operative di *pre-closing* predisposte dal *management* di EGP e Enel per il periodo che terminerà il 31 Dicembre 2015;
- vii) Discusso determinate ipotesi e stime, predisposte da ciascuna Società per il periodo compreso tra il 2021 e il 2025, con il *senior management* della rispettiva Società;
- viii) Discusso con il *senior management* di ciascuna Società dei risultati passati e presenti, della attuale situazione finanziaria, delle prospettive future e dei rischi della rispettiva Società;
- ix) Esaminato le due bozze del Progetto di Scissione ricevute in data 11 Novembre 2015 e 16 Novembre 2015, rispettivamente (le “**Bozze del Progetto di Scissione**”);
- x) Esaminato i prezzi e l'attività di negoziazione delle azioni delle Società in determinati intervalli di tempo;
- xi) Esaminato un campione di ricerche, pubblicamente disponibili, pubblicate da analisti di ricerca che seguono ciascuna Società;
- xii) Confrontato i risultati finanziari di ciascuna Società, i prezzi e l'attività di negoziazione delle azioni di EGP e Enel con quelli di determinate altre società che abbiamo ritenuto rilevanti;
- xiii) Esaminato i termini finanziari, limitatamente a quanto pubblicamente disponibile, di determinate altre transazioni che abbiamo ritenuto rilevanti e che abbiamo comparato con i termini finanziari della Scissione; e
- xiv) Esaminato altre informazioni, effettuato altre analisi e considerato altri fattori, secondo quanto da noi ritenuto appropriato.

Abbiamo, con il Vostro consenso, assunto e ci siamo basati sull'accuratezza e la completezza delle informazioni finanziarie e delle altre informazioni e documentazione che abbiamo esaminato allo scopo di fornire il nostro parere, senza svolgere alcuna verifica indipendente di tali informazioni e documentazione (e pertanto non ci assumiamo alcuna responsabilità legata ad una verifica indipendente), e abbiamo inoltre, con il Vostro consenso, fatto affidamento sulle rassicurazioni ricevute dal *management* di EGP e Enel in relazione al fatto che lo stesso non sia a conoscenza di fatti o circostanze che renderebbero tali informazioni non accurate o fuorvianti. Con riferimento alle stime finanziarie e proiezioni incluse nel Piano Industriale di EGP e nel Piano Industriale di Enel, abbiamo assunto, con il Vostro consenso, che tali stime e proiezioni siano state preparate con ragionevolezza al fine di riflettere le migliori informazioni al momento

IL PRESENTE DOCUMENTO COSTITUISCE UNA TRADUZIONE DI CORTESIA DEL PARERE REDATTO IN ORIGINALE IN LINGUA INGLESE DA BARCLAYS BANK PLC IN FAVORE DEL CONSIGLIO DI AMMINISTRAZIONE DI ENEL GREEN POWER S.P.A. IN DATA 17 NOVEMBRE 2015. LA TRADUZIONE IN ITALIANO DI SEGUITO RIPORTATA E' STATA PRODOTTA E FORNITA A PURO TITOLO DI CORTESIA ED IN CASO DI INCOERENZA TRA LA SEGUENTE TRADUZIONE ED IL PARERE ORIGINALE IN LINGUA INGLESE, QUEST'ULTIMO PREVALE.

disponibili, le stime e i giudizi del *management* di EGP e Enel in relazione ai risultati finanziari futuri di EGP (nel caso del *management* di EGP) o Enel (nel caso del *management* di Enel). Non assumiamo alcuna responsabilità per, e non esprimiamo alcun parere in relazione a tali stime finanziarie e proiezioni o alle assunzioni su cui queste sono basate. Per giungere al nostro parere, non abbiamo condotto un sopralluogo delle sedi e delle strutture di EGP e di Enel e non abbiamo effettuato né ottenuto alcuna valutazione indipendente o perizia degli elementi attivi o passivi (inclusi eventuali fondi pensione, strumenti finanziari derivati, attivi e passivi fuori bilancio) di EGP e di Enel, né abbiamo valutato la solvibilità o il *fair value* di EGP e di Enel nel contesto della normativa relativa al fallimento, insolvenza o questioni similari. Il nostro parere si basa necessariamente sulle condizioni finanziarie, economiche, di mercato e sulle altre condizioni in essere, e che possono essere valutate, alla data della presente lettera e non ci assumiamo alcun obbligo di aggiornare, rivedere, riaffermare il nostro parere sulla base di circostanze che possano verificarsi successivamente alla data della presente lettera.

Abbiamo inoltre assunto, con il Vostro consenso, che nel processo di ottimento delle necessarie approvazioni e consensi regolamentari e da terze parti in connessione alla Scissione, nessuna modifica, ritardo, limitazione, restrizione o condizione sarà imposta la quale avrà un effetto avverso su EGP o Enel, e che la Scissione sarà effettuata in conformità a quanto previsto nelle Bozze del Progetto di Scissione, senza alcuna rinuncia, modifica o rettifica di alcun termine, condizione o accordo rilevante. Non esprimiamo alcun parere in relazione a eventuali conseguenze fiscali o altre conseguenze che potrebbero risultare dalla Scissione, né il nostro parere considera tematiche legali, regolamentari o contabili, per le quali comprendiamo che EGP abbia ricevuto un parere da professionisti qualificati.

Allo scopo di fornire il nostro parere, le principali metodologie di valutazione che abbiamo utilizzato sono state: i) la metodologia dell'attualizzazione dei flussi di cassa ("DCF"), secondo un approccio a "somma-delle-parti" sia per Enel che per EGP, e ii) la metodologia della serie storica dei prezzi di borsa ("Quotazioni di Borsa"), tenendo in considerazione, con esclusivo riferimento ad EGP, anche dei premi rispetto ai prezzi di mercato osservati in selezionate operazioni precedenti comparabili, relative a società operanti nel settore delle energie rinnovabili. In aggiunta, abbiamo considerato per entrambe le Società i prezzi obiettivo espressi da un campione di analisti di ricerca ("Prezzi Obiettivo degli Analisti"), come metodologia di controllo, a verifica dei risultati delle metodologie di valutazione principali. Non abbiamo preso in considerazione le metodologie basate sui multipli di borsa di società comparabili o sui multipli derivanti da precedenti transazioni comparabili, date le intrinseche differenze concernenti principalmente i contesti regolatori, le caratteristiche degli incentivi, la presenza

IL PRESENTE DOCUMENTO COSTITUISCE UNA TRADUZIONE DI CORTESIA DEL PARERE REDATTO IN ORIGINALE IN LINGUA INGLESE DA BARCLAYS BANK PLC IN FAVORE DEL CONSIGLIO DI AMMINISTRAZIONE DI ENEL GREEN POWER S.P.A. IN DATA 17 NOVEMBRE 2015. LA TRADUZIONE IN ITALIANO DI SEGUITO RIPORTATA E' STATA PRODOTTA E FORNITA A PURO TITOLO DI CORTESIA ED IN CASO DI INCOERENZA TRA LA SEGUENTE TRADUZIONE ED IL PARERE ORIGINALE IN LINGUA INGLESE, QUEST'ULTIMO PREVALE.

geografica, la composizione tecnologica ed il grado di sviluppo, che riteniamo vadano ad inficiare il grado di comparabilità con le Società (e con EGP in particolare).

La formulazione di un parere di congruità è un processo complesso e comporta varie decisioni circa le metodologie di valutazione e le analisi più appropriate, nonché circa l'applicazione di tali metodologie di valutazione e analisi alle circostanze specifiche. Considerare separatamente una qualsiasi delle nostre analisi, senza considerare tutte le analisi e i fattori nel loro complesso, potrebbe portare ad esprimere un giudizio fuorviante o incompleto del processo sottostante al nostro parere e, di conseguenza, dello stesso parere da noi espresso.

Le analisi effettuate hanno portato all'individuazione di valori economici relativi e confrontabili, funzionali alla determinazione del Rapporto di Cambio. Abbiamo dato, quindi, preminenza all'omogeneità e comparabilità di ognuno dei metodi valutativi adottati, rispetto alla determinazione del valore assoluto delle società considerate singolarmente, tenendo in considerazione le specificità di Enel ed EGP ed il fatto che sono società con azioni quotate in mercati regolamentati. Tuttavia, date le differenze intrinseche tra i *business* di Enel ed EGP, abbiamo ritenuto non fosse appropriato l'utilizzo di metodi valutativi identici per entrambe le società, o l'attribuzione, per un determinato metodo valutativo, della medesima rilevanza al fine della valutazione di Enel e EGP. Di conseguenza, Barclays ha adottato le metodologie valutative ritenute più appropriate al fine di determinare i valori economici comparabili per l'individuazione del Rapporto di Cambio.

Nel giungere al nostro parere, abbiamo valutato ognuna delle Società in un'ottica *stand-alone*, sulla base del Piano Industriale di EGP, del Piano Industriale di Enel e dell'insieme di proiezioni, assunzioni e stime ricevute e discusse con il *senior management* delle due Società. Abbiamo valutato la proposta alla data odierna, senza considerare l'impatto del potenziale esercizio del diritto di recesso o del diritto di vendita da parte degli azionisti di minoranza di EGP che non abbiano concorso nell'approvazione della Scissione.

La tabella riportata di seguito fornisce gli intervalli del rapporto di cambio sulla base delle metodologie di valutazione di cui sopra:

IL PRESENTE DOCUMENTO COSTITUISCE UNA TRADUZIONE DI CORTESIA DEL PARERE REDATTO IN ORIGINALE IN LINGUA INGLESE DA BARCLAYS BANK PLC IN FAVORE DEL CONSIGLIO DI AMMINISTRAZIONE DI ENEL GREEN POWER S.P.A. IN DATA 17 NOVEMBRE 2015. LA TRADUZIONE IN ITALIANO DI SEGUITO RIPORTATA E' STATA PRODOTTA E FORNITA A PURO TITOLO DI CORTESIA ED IN CASO DI INCOERENZA TRA LA SEGUENTE TRADUZIONE ED IL PARERE ORIGINALE IN LINGUA INGLESE, QUEST'ULTIMO PREVALE.

Metodologia di Valutazione	Rapporto di Cambio	
	Minimo	Massimo
DCF	0,36x	0,54x
Quotazioni di Borsa	0,38x	0,51x
Quotazioni di Borsa, con Premi da Precedenti Operazioni per EGP	0,47x	0,53x
Prezzi Obiettivo degli Analisti	0,28x	0,57x

Il presente parere non fornisce in alcun modo un'opinione in merito alla decisione di EGP di procedere con o portare a termine la Scissione, o sui meriti relativi della Scissione se confrontata con altre alternative strategiche che potrebbero essere disponibili per EGP. Inoltre, il presente parere non intende valutare, esprimere un'opinione, o costituire una raccomandazione su (i) i benefici attesi derivanti dalla Scissione; (ii) i rischi associati alla Scissione; (iii) il valore di mercato delle Azioni Enel a seguito alla Scissione; o (iv) come ciascun azionista di EGP debba votare in merito alla Scissione. In aggiunta, il nostro parere non fornisce in alcun modo un'opinione circa il valore di mercato delle azioni di EGP e/o Enel nel periodo compreso tra la data odierna e il completamento dell'atto di Scissione e, quindi, il contenuto di questa lettera non deve essere interpretato come un'opinione sui risultati futuri o sulle prospettive di EGP o di Enel (anche in seguito alla Scissione) o una rassicurazione sul valore di mercato di tali azioni dopo l'annuncio della Scissione.

In conformità ai termini della lettera di incarico con EGP, Barclays è stata incaricata di fornire servizi di consulenza finanziaria a EGP esclusivamente nel contesto nella Scissione. Non ci è stato chiesto di valutare alternative alla Scissione, né abbiamo richiesto indicazioni di interesse da parte di terzi in relazione all'acquisto di tutte o parte delle attività di EGP o di tutte o parte delle sue azioni.

Siamo stati incaricati di svolgere il ruolo di consulente finanziario di EGP con riferimento alla Scissione e per i nostri servizi riceveremo una commissione, una parte sostanziale della quale dipende dal completamento della Scissione. In aggiunta, EGP ha concordato di rimborsarci determinate spese sostenute e tenerci indenni in relazione a determinate responsabilità che potrebbero risultare per effetto dello svolgimento del nostro incarico.

IL PRESENTE DOCUMENTO COSTITUISCE UNA TRADUZIONE DI CORTESIA DEL PARERE REDATTO IN ORIGINALE IN LINGUA INGLESE DA BARCLAYS BANK PLC IN FAVORE DEL CONSIGLIO DI AMMINISTRAZIONE DI ENEL GREEN POWER S.P.A. IN DATA 17 NOVEMBRE 2015. LA TRADUZIONE IN ITALIANO DI SEGUITO RIPORTATA E' STATA PRODOTTA E FORNITA A PURO TITOLO DI CORTESIA ED IN CASO DI INCOERENZA TRA LA SEGUENTE TRADUZIONE ED IL PARERE ORIGINALE IN LINGUA INGLESE, QUEST'ULTIMO PREVALE.

Segnaliamo che:

- (i) Barclays ha fornito in passato, e fornisce attualmente, vari servizi di *investment banking*, *lending* e *financial advisory* alle Società e alle rispettive controllate, per i quali Barclays ha ricevuto o prevede di ricevere un compenso e potrebbe inoltre fornire servizi di *investment banking* alle Società e alle rispettive controllate in futuro, per i quali prevede di ricevere un compenso;
- (ii) Barclays Bank PLC, insieme alle proprie società affiliate, (il “Gruppo Barclays”) è un primario fornitore di servizi finanziari, attivo in una vasta gamma di attività di banca commerciale, banca di investimento, *investment management* e altre attività. Nell’ambito dell’ordinario svolgimento di tali attività, Barclays Bank PLC e altri membri del Gruppo Barclays (o fondi di investimento da essi gestiti o nei quali essi abbiano un interesse finanziario) potrebbero negoziare, per proprio conto o per conto dei propri clienti, e, di conseguenza, potrebbero in qualsiasi momento detenere una posizione lunga o corta, in titoli obbligazionari e/o azionari (e/o relativi strumenti derivati) delle Società e/o delle rispettive affiliate. Inoltre, membri del Gruppo Barclays potrebbero aver mantenuto, e potrebbero continuare a mantenere, relazioni bancarie e altre relazioni commerciali con le Società e/o le rispettive affiliate nel corso del tempo;
- (iii) I precedenti paragrafi (i) e (ii) devono essere letti contestualmente alla Lettera di Incarico e alla dichiarazione di indipendenza (*Dichiarazione di Indipendenza*) datata 13 Novembre 2015 emessa da Barclays in favore di EGP e, allo scopo di evitare qualsiasi fraintendimento, non pregiudicano o rettificano o variano il contenuto della dichiarazione circa l’indipendenza e l’autonomia di giudizio nel contesto della Scissione, come limitato e qualificato nella dichiarazione stessa.

Il presente parere, la cui consegna è stata approvata dal Comitato di Fairness Opinion di Barclays, è rilasciato a beneficio esclusivo del Consiglio di Amministrazione di EGP, per il solo scopo di una propria valutazione della Scissione.

Il presente parere non è stato preparato per conto o a beneficio di, e non conferisce alcun diritto o tutela per nessun dipendente, creditore, azionista o altro possessore del capitale di EGP. Resta inteso che la presente lettera e il parere in essa contenuto sono rilasciati a beneficio esclusivo di, e su essi potrà fare esclusivo affidamento il Consiglio di Amministrazione di EGP, e questa lettera non fornisce in alcun modo un parere, incluso ma non limitato al parere circa la congruità del Rapporto di Cambio, a Enel come azionista di EGP.

IL PRESENTE DOCUMENTO COSTITUISCE UNA TRADUZIONE DI CORTESIA DEL PARERE REDATTO IN ORIGINALE IN LINGUA INGLESE DA BARCLAYS BANK PLC IN FAVORE DEL CONSIGLIO DI AMMINISTRAZIONE DI ENEL GREEN POWER S.P.A. IN DATA 17 NOVEMBRE 2015. LA TRADUZIONE IN ITALIANO DI SEGUITO RIPORTATA E' STATA PRODOTTA E FORNITA A PURO TITOLO DI CORTESIA ED IN CASO DI INCOERENZA TRA LA SEGUENTE TRADUZIONE ED IL PARERE ORIGINALE IN LINGUA INGLESE, QUEST'ULTIMO PREVALE.

Il presente parere è confidenziale e non deve essere divulgato o menzionato pubblicamente, o comunicato a terzi, nè sullo stesso può essere fatto alcun affidamento da parte di terzi, nè potrà essere utilizzato per alcuna altra finalità in assenza del nostro consenso preventivo rilasciato per iscritto; fermo restando che una copia di questo parere potrà essere inclusa per intero in ogni documento pubblico che EGP è tenuta a pubblicare in relazione alla Scissione, incluso il documento informativo da pubblicare ai sensi del Regolamento Consob n. 17221/2010 in materia di operazioni con parti correlate.

Il nostro parere non costituisce in alcun modo una raccomandazione in relazione al fatto gli Azionisti EGP debbano o meno accettare il Rapporto di Cambio, o a come essi debbano agire in relazione alla Scissione o in relazione ad ogni altra circostanza.

Il parere è fornito al Consiglio di Amministrazione in inglese. Una traduzione in italiano è stata messa a disposizione del Consiglio di Amministrazione. In caso di eventuali discrepanze o contrasti tra le versioni in inglese e in italiano, la versione in inglese è da ritenersi prevalente.

Sulla base di e condizionatamente a quanto precede, alla data odierna riteniamo che il Rapporto di Cambio sia congruo, da un punto di vista finanziario, per gli Azionisti EGP.

In fede,

Barclays Bank PLC, attraverso la propria divisione di banca di investimento

LAZARD

Spett. Comitato Parti Correlate
Enel Green Power S.p.A.
Viale Regina Margherita
00198 Roma

16 novembre 2015

Egredi Signori,

siamo stati informati che il Consiglio di Amministrazione di Enel Green Power S.p.A. (“EGP”) intende approvare e concludere un Progetto di Scissione Non Proporzionale con il Consiglio di Amministrazione di Enel S.p.A. (“Enel” e, unitamente a EGP, le “Società”) di cui ci è stata fornita una bozza datata 5 Novembre 2015 (il “Progetto di Scissione”) e che, ad oggi, Enel detiene il 68,29% delle azioni ordinarie di EGP del valore nominale di Euro 0,20 per azione (singolarmente, una “Azione EGP” e, collettivamente, le “Azioni EGP”). Ai sensi del Progetto di Scissione: (i) EGP trasferirà a Enel tutte le azioni di Enel Green Power International B.V. e talune altre attività e passività, ivi inclusi alcuni contratti di lavoro (il “Compendio Scisso”); (ii) EGP manterrà tutte le altre attività e passività non ricomprese nel Compendio Scisso; e (iii) i titolari delle Azioni EGP avranno diritto a ricevere 0,486 azioni ordinarie Enel di nuova emissione, ciascuna avente valore nominale di Euro 1,00 per azione, in cambio di 1 Azione EGP (il “Rapporto di Cambio”), fermo restando che, nel contesto dell’Operazione, Enel scambierà solo una porzione delle Azioni EGP dalla stessa detenute e che tutte le azioni ordinarie Enel di nuova emissione da attribuire alla stessa Enel a fronte di tale porzione di Azioni EGP saranno annullate contestualmente alla loro emissione (l’“Operazione”). All’esito del perfezionamento dell’Operazione, l’intero capitale sociale di EGP sarà detenuto da Enel.

Sebbene alcuni aspetti dell’Operazione siano riepilogati sopra, i termini e le condizioni dell’Operazione sono più compiutamente illustrati nel Progetto di Scissione.

Ai sensi degli articoli 5 e 8 del Regolamento Consob n. 17221 del 12 Marzo 2010, come successivamente modificato (il “Regolamento Parti Correlate”), il Comitato Parti Correlate di EGP (il “Comitato”) ha richiesto a Lazard S.r.l. (“Lazard”) un parere, alla data odierna, in merito alla congruità, dal punto di vista finanziario, del Rapporto di Cambio per gli Azionisti EGP diversi da Enel (gli “Azionisti EGP”).

Ai fini del presente parere, abbiamo:

- (i) esaminato i termini e le condizioni finanziarie del Progetto di Scissione;
- (ii) analizzato alcune informazioni storiche commerciali e finanziarie, disponibili al pubblico, relative alle Società, ivi incluse le relazioni annuali delle Società per l’esercizio chiuso al 31 dicembre 2014, le relazioni finanziarie semestrali al 30 giugno 2015 e le relazioni trimestrali al 30 settembre 2015;
- (iii) esaminato alcune specifiche voci di bilancio al 30 settembre 2015, suddivise per paese/area di attività, che ci sono state fornite dai *management*, rispettivamente, di EGP e di Enel;
- (iv) analizzato i *business plan* di EGP e di Enel per gli anni 2016-2020 che ci sono stati forniti, rispettivamente, dal *management* di EGP e di Enel, nonché le linee guida

relative all'evoluzione delle proiezioni finanziarie di EGP e di Enel successive al 2020 che ci sono state fornite, rispettivamente, dal *management* di EGP e di Enel (le "Linee Guida");

- (v) discusso con i *senior manager* delle Società in relazione all'attività e alle prospettive delle Società;
- (vi) esaminato i prezzi storici di mercato e i volumi scambiati delle azioni delle Società;
- (vii) esaminato i premi corrisposti in talune operazioni che riteniamo, in linea di principio, comparabili con l'Operazione; e
- (viii) svolto gli ulteriori studi, analisi e indagini finanziarie che abbiamo ritenuto opportuni.

Nel predisporre il presente parere ci siamo basati e abbiamo fatto affidamento, senza sottoporle a verifica indipendente, sull'accuratezza e completezza di tutte le predette informazioni, ivi incluse, a titolo esemplificativo e non esaustivo, tutte le informazioni finanziarie e di altra natura e le relazioni a noi fornite, o con noi discusse, nonché tutte le dichiarazioni rese dai rispettivi *management* delle Società. Qualsiasi integrazione, modifica o successivo aggiornamento delle informazioni sopra elencate potrebbe incidere sul presente parere e sulle ipotesi sul quale lo stesso è stato basato. Non abbiamo svolto indagini indipendenti o verifiche su dette informazioni, relazioni o dichiarazioni. Non abbiamo fornito, ottenuto o esaminato per vostro conto alcun parere specialistico, ivi incluso, a titolo esemplificativo e non esaustivo, pareri legali, contabili, attuariali, ambientali, informatici o fiscali e, di conseguenza, il nostro parere non tiene conto delle possibili implicazioni di tali pareri specialistici.

Abbiamo assunto che la valutazione delle attività e delle passività e le previsioni dei flussi di cassa, ivi incluse le proiezioni relative alle future spese per investimenti, predisposte dai rispettivi *management* delle Società siano corrette e ragionevoli. Non abbiamo esaminato, valutato o verificato in maniera indipendente nessuna attività o passività (potenziale o di altra natura) delle Società, né la solvibilità o il *fair value* delle Società, né ci sono state fornite valutazioni o verifiche a tale riguardo. Con riferimento alle previsioni finanziarie, alle proiezioni e alle Linee Guida considerate nelle nostre analisi, abbiamo assunto che le stesse fossero state ragionevolmente predisposte sulla scorta delle migliori e più aggiornate stime e valutazioni dei rispettivi *management* delle Società relative ai futuri risultati di operazioni, condizioni finanziarie e risultati delle rispettive Società, e abbiamo assunto che dette previsioni finanziarie, proiezioni e Linee Guida verranno realizzate secondo gli importi e i tempi previsti nelle stesse. Non assumiamo alcuna responsabilità o obbligazione, né esprimiamo alcuna valutazione, in relazione alle predette previsioni, proiezioni, Linee Guida o ipotesi su cui le stesse sono basate.

Nel preparare il nostro parere abbiamo assunto che l'Operazione verrà conclusa ai termini e alle condizioni descritte nel Progetto di Scissione senza alcuna rinuncia a, o modifica di, alcuno dei suoi termini e condizioni rilevanti. Abbiamo altresì assunto che tutti i permessi e le autorizzazioni governative, regolamentari o di altra natura, necessari per il perfezionamento dell'Operazione saranno ottenuti senza alcuna riduzione dei benefici derivanti dall'Operazione per gli Azionisti EGP o senza alcun effetto negativo sulle Società. Di conseguenza, rimarchiamo che le conclusioni contenute nel presente parere potrebbero subire variazioni dipendenti da numerosi fattori, ivi inclusi gli effettivi termini e condizioni del Progetto di Scissione e della documentazione ad essi correlata predisposta e approvata dai Consigli di Amministrazione di EGP e di Enel.

Il Rapporto di Cambio sarà oggetto di una relazione indipendente di congruità che verrà predisposta da un esperto nominato ai sensi dell'art. 2501-sexies cod. civ. Le metodologie e i criteri da noi impiegati potrebbero differire, in tutto o in parte, rispetto alle metodologie e ai criteri utilizzati

dall'esperto indipendente nominato ai sensi dell'art. 2501-sexies cod. civ., e, pertanto, i risultati delle nostre analisi e di quelle di detto esperto potrebbero differire.

Inoltre, il nostro parere si fonda necessariamente sulle condizioni finanziarie, economiche, monetarie, di mercato, nonché sulle altre condizioni esistenti alla data odierna, e sulle informazioni messe a nostra disposizione alla stessa data. Eventi o circostanze successive alla data odierna (incluse modifiche a leggi e regolamenti) potrebbero incidere sul presente parere e sulle ipotesi utilizzate per predisporlo, senza alcun obbligo da parte nostra di aggiornare, correggere o confermare il presente parere. Rileviamo inoltre che l'attuale volatilità dei mercati del credito e dei mercati finanziari potrebbe o meno avere un effetto sulle Società e non stiamo esprimendo alcun parere in ordine agli effetti di tale volatilità sulle Società. Infine, mutamenti nei settori delle fonti rinnovabili e del *power and gas utility*, nonché delle leggi e regolamenti applicabili a tali settori potrebbero influenzare le previsioni finanziarie delle Società.

Lazard agisce in qualità di *advisor* finanziario del Comitato in relazione all'Operazione e riceveremo un compenso per le nostre prestazioni da corrispondersi al momento del rilascio del presente parere. A tale proposito, non siamo stati incaricati di agire quale *advisor* finanziario del Comitato in relazione, tra l'altro, alla struttura dell'Operazione o all'identificazione delle attività e passività di EGP da includere nel Compendio Scisso, ma esclusivamente in relazione al rilascio del presente parere. In passato Lazard ha fornito a Enel servizi di consulenza finanziaria per i quali ha ricevuto commissioni di rito e Lazard o altre società del Gruppo Lazard potrebbero in futuro fornire servizi di consulenza finanziaria alle Società per i quali potrebbero ricevere commissioni di rito. Inoltre, alcune società del Gruppo Lazard potrebbero negoziare le azioni o altri titoli delle Società, sia per proprio conto, sia per conto dei propri clienti, e, di conseguenza, potrebbero detenere in qualunque momento posizioni lunghe o corte in relazione a tali titoli e potrebbero anche negoziare o detenere titoli per conto delle Società e/o di alcuni dei soggetti ad esse collegati. Fermo restando quanto precede, come meglio specificato nella dichiarazione d'indipendenza da noi emessa a beneficio del Comitato, confermiamo che, alla data odierna, quanto precede non pregiudica l'indipendenza e l'autonomia del giudizio di Lazard nello svolgimento del suo incarico in relazione all'Operazione. Non esprimiamo alcun parere in ordine al prezzo a cui, in qualunque momento, le azioni delle Società potrebbero essere negoziate.

Il presente parere viene fornito a esclusivo beneficio del Comitato (nella sua esclusiva autonomia di giudizio) – resta inteso che lo stesso può essere condiviso con i membri del consiglio di amministrazione di EGP –, in relazione alla sua valutazione dell'Operazione e ai fini della stessa, e non viene rilasciato per, né conferisce alcun diritto o rimedio a favore di, alcun azionista di EGP o di Enel o alcun altro soggetto, né potrà essere utilizzato per altri fini. Il presente parere ha per oggetto esclusivamente la congruità, alla data odierna dal punto di vista finanziario, del Rapporto di Cambio per gli Azionisti EGP, e non concerne alcun altro aspetto o implicazione dell'Operazione quali, a titolo esemplificativo e non esaustivo, questioni legali, fiscali, regolamentari o contabili, né la forma o la struttura dell'Operazione, i termini e le condizioni ai quali gli Azionisti EGP potranno esercitare il diritto di vendita o di recesso, o altri contratti o accordi conclusi in relazione all'Operazione o previsti dalla stessa.

Inoltre, il nostro parere non riguarda il merito dell'Operazione rispetto ad operazioni o strategie alternative che potrebbero essere disponibili per EGP, né il merito della decisione di EGP di porre in essere l'Operazione. Il presente parere non costituisce una raccomandazione sulle modalità con le quali qualsiasi soggetto debba approvare l'Operazione o, comunque, votare o comportarsi in relazione alla medesima o ad ogni altra tematica a questa connessa.

Salvo ove espressamente richiesto da leggi o regolamenti, o da specifica richiesta di una competente autorità governativa, e in particolare in conformità all'art. 5, comma 5, del Regolamento Parti Correlate e al suo relativo Allegato 4, il presente parere è riservato e non può essere da voi

divulgato, menzionato o comunicato (in tutto o in parte) ad alcun soggetto terzo, per qualsivoglia ragione, senza la nostra preventiva autorizzazione scritta. Il presente parere è soggetto alla lettera di incarico sottoscritta da EGP e Lazard in data 13 Novembre 2015.

Metodologie Valutative e Analisi Svolte

Quella che segue è una sintesi delle principali analisi e verifiche finanziarie che Lazard ha ritenuto adeguate in relazione al rilascio del proprio parere. La sintesi delle analisi e verifiche di Lazard fornita di seguito non rappresenta una descrizione completa delle analisi e verifiche poste alla base del parere di Lazard. La predisposizione di un parere di congruità costituisce un processo complesso, che richiede diverse scelte sia in ordine ai metodi di analisi e di verifica più appropriati e rilevanti, sia in ordine all'applicazione di tali metodi alle circostanze del caso concreto e, di conseguenza, non si presta ad una immediata descrizione di sintesi. Prendere in considerazione singoli aspetti delle analisi e verifiche o della sintesi che segue, senza considerare le analisi e verifiche nel loro complesso, potrebbe creare una visione incompleta o fuorviante delle analisi e verifiche alla base del parere di Lazard.

Ai fini delle proprie analisi e verifiche, Lazard ha tenuto conto dell'andamento del settore di riferimento, delle condizioni commerciali, economiche, di mercato, finanziarie e di altra natura, molte delle quali esulano dal controllo delle Società. Nessuna società, attività o operazione considerata nelle analisi e verifiche di Lazard come metro di paragone è identica alle Società, e una valutazione dei risultati di tali analisi e verifiche non è un esercizio puramente matematico. Al contrario, le analisi e verifiche richiedono valutazioni e giudizi complessi riguardanti le caratteristiche finanziarie e operative, nonché ulteriori fattori che potrebbero incidere sul valore delle società, attività e operazioni considerate nelle analisi e verifiche di Lazard. Le stime contenute nelle analisi e verifiche di Lazard, nonché gli intervalli delle valutazioni risultanti da una particolare analisi o verifica, non sono necessariamente rappresentative di valori reali, né rappresentative di risultati o valori futuri, che potrebbero risultare significativamente più o meno favorevoli rispetto a quelli indicati nelle analisi e verifiche di Lazard. Inoltre, le analisi e verifiche relative al valore di società, attività o titoli non intendono rappresentare una stima o riflettere i prezzi a cui tali società, attività o titoli potrebbero essere effettivamente venduti. Di conseguenza, le stime utilizzate e i risultati derivanti dalle analisi e verifiche di Lazard sono per loro natura soggette a una significativa incertezza.

Salvo ove diversamente specificato, le seguenti informazioni quantitative, nella misura in cui si basano su dati di mercato, si basano su tali dati esistenti prima del 13 Novembre 2015 e non sono necessariamente indicative delle attuali condizioni di mercato.

Analisi Finanziarie

Al fine di formulare il nostro parere, le principali metodologie di valutazione utilizzate sono state (i) l'analisi dei flussi di cassa attualizzati ("*Discounted Cash Flow*" or "*DCF*") e (ii) i prezzi di mercato. Quale metodologia di controllo, è stata svolta un'analisi dei *target price* degli analisti di ricerca rispetto a EGP ed Enel. Lazard ha inoltre condotto un'analisi dei premi corrisposti in operazioni che, in linea di principio, abbiamo ritenuto comparabili con l'Operazione.

Analisi dei flussi di cassa attualizzati

Sulla scorta delle proiezioni dei rispettivi *management* delle Società e sulla base delle Linee Guida fornite dagli stessi, Lazard ha svolto un'analisi dei flussi di cassa attualizzati delle Società per calcolare il valore attuale stimato dei flussi di cassa operativi, in una prospettiva *standalone*, al netto

di imposte e interessi, che le Società potrebbero generare a partire dal 30 settembre 2015. In considerazione del fatto che i *business plan* delle Società coprono un orizzonte temporale limitato (2016-2020), i rispettivi *management* delle Società hanno fornito a Lazard le Linee Guida relative all'evoluzione delle proiezioni finanziarie di EGP e di Enel successive al 2020.

EGP

Al fine di valutare il differente profilo di rischio-rendimento dei paesi in cui opera EGP, Lazard ha analizzato i flussi di cassa operativi nazione per nazione (c.d. approccio "*Sum-of-Parts*"). Sulla base del *business plan* di EGP e delle Linee Guida del *management* relative all'evoluzione delle proiezioni finanziarie, i flussi di cassa operativi, al netto di imposte e interessi, proporzionali (vale a dire, escludendo i flussi di cassa di pertinenza di azionisti di minoranza di società non interamente possedute da EGP) sono stati proiettati per la durata della vita utile media degli impianti per ogni singolo paese. Il valore terminale (*terminal value*) è stato calcolato, nazione per nazione, come il valore di rottamazione degli impianti, al netto dei costi di smantellamento (come forniti dal *management* di EGP), al termine della vita utile media dell'impianto.

I flussi di cassa operativi, al netto di imposte e interessi, e il *terminal value* sono stati poi attualizzati utilizzando un costo del capitale, differenziato per singolo paese, calcolato sulla base del *capital asset pricing model (CAPM)*; in particolare:

- (i) il *risk free rate* è stato determinato facendo riferimento al rendimento dei titoli di stato decennali statunitensi;
- (ii) sono stati presi in considerazione il coefficiente *beta unlevered* della stessa EGP e il coefficiente *beta unlevered* di società quotate operanti nel settore delle energie rinnovabili;
- (iii) l'*equity risk premium* è stato calcolato prendendo in considerazione il diverso profilo di rischio di ciascun paese; è stato utilizzato un *equity risk premium* di base (comune per tutti i paesi) a cui è stato sommato un *risk premium* differenziato per ciascun paese;
- (iv) il costo del debito è stato differenziato per paese e calcolato sommando a un tasso di base (comune a tutti i paesi) un differenziale specifico per ciascun paese; e
- (v) sono state prese in considerazione la leva finanziaria di EGP e la leva finanziaria di società operanti nel settore delle energie rinnovabili.

Al fine di determinare l'*equity value* di EGP, taluni elementi sono stati sommati algebricamente ai valori risultanti dal metodo DCF: (i) la posizione finanziaria netta al 30 settembre 2015 (rettificata per la porzione di pertinenza degli azionisti di minoranza), (ii) il valore contabile dei fondi di bilancio al 30 settembre 2015 (rettificato per la porzione di pertinenza degli azionisti di minoranza).

Enel

Al fine di valutare il differente profilo di rischio-rendimento dei paesi / aree di *business* in cui Enel opera, Lazard ha analizzato i flussi di cassa operativi al netto di imposte e interessi per paese e per area di *business* (c.d. approccio "*Sum-of-Parts*"). Sulla base del *business plan* di Enel e delle Linee Guida del *management* relative all'evoluzione delle proiezioni finanziarie, i flussi di cassa operativi, al netto di imposte e interessi, proporzionali (vale a dire, escludendo i flussi di cassa di pertinenza di azionisti di minoranza di società non interamente possedute da Enel) sono stati proiettati fino al termine dell'esercizio 2025. Il *terminal value* è stato determinato con approcci differenziati per area di *business*:

- (i) Generazione energia elettrica: flusso di cassa operativo, al netto di imposte e interessi, normalizzato al 2025 calcolato sulla base delle ipotesi del *management* circa *replacement capex* e *long term depreciation* attualizzato in *perpetuity*; è stato applicato un tasso di rendita perpetua pari all'1,9% (in linea con l'inflazione di lungo periodo dell'Unione Europea);
- (ii) Distribuzione energia elettrica: valore stimato della RAB come fornito dal *management*; e
- (iii) *Retail* (vendita di energia elettrica e gas): *terminal value* al 2020 basato su di un *exit multiple* pari a 6,0x EBITDA (in linea con le valutazioni degli analisti per questo tipo di attività).

I flussi di cassa operativi, al netto delle imposte e degli interessi, e il *terminal value* sono poi stati attualizzati utilizzando un costo del capitale, differenziato per paese e per area di *business*, calcolato sulla base del *capital asset pricing model (CAPM)*, in particolare:

- (i) il *risk free rate* è stato calcolato facendo riferimento al rendimento dei titoli di stato decennali statunitensi;
- (ii) sono stati presi in considerazione il coefficiente *beta unlevered* di Enel e il coefficiente *beta unlevered* di società quotate operanti nel settore dell'energia e del *power and gas utility*;
- (iii) l'*equity risk premium* è stato calcolato prendendo in considerazione il diverso profilo di rischio di ciascun paese; è stato utilizzato un *equity risk premium* di base (comune a tutti i paesi) a cui è stato sommato un *risk premium* differenziato per ciascun paese;
- (iv) il costo del debito è stato differenziato per paese e calcolato sommando a un tasso di base (comune a tutti i paesi) un differenziale specifico per ciascun paese; e
- (v) è stata considerata la leva finanziaria di società quotate comparabili, differenziate per area di *business*.

Al fine di determinare l'*equity value* di Enel, taluni elementi sono stati sommati algebricamente ai valori derivanti dall'applicazione del metodo DCF: (i) l'*equity value* della partecipazione del 68,29% in EGP (calcolato sulla base del metodo DCF), (ii) la posizione finanziaria netta al 30 settembre 2015 (rettificata per la porzione di competenza degli azionisti di minoranza), (iii) il valore contabile dei fondi di bilancio al 30 settembre 2015 (rettificato per porzione di competenza degli azionisti di minoranza).

Risultato derivante dall'applicazione del metodo DCF

Sulla base dei risultati ottenuti dall'applicazione del metodo DCF, emerge un intervallo di valori per il rapporto di cambio nuove Azioni Enel per 1 Azione EGP pari a:

	Minimo	Massimo
Rapporto di Cambio	0,40x	0,55x

Performance storica dei Prezzi di Borsa

La *performance* storica dei prezzi di borsa delle Società è stata ritenuta da Lazard una metodologia di analisi affidabile, tenuto conto che entrambe le Società (i) hanno un flottante significativo e volumi di scambio rilevanti, (ii) hanno un'ampia copertura di ricerca azionaria, (iii) sono quotate da numerosi anni, e (iv) hanno una parte significativa della loro base azionaria rappresentata da investitori istituzionali.

Lazard ha esaminato la *performance* storica dei prezzi di borsa delle azioni delle Società nelle 52 settimane precedenti il 26 ottobre 2015, vale a dire la data in cui sono apparsi sulla stampa i primi *rumours* relativi all'Operazione. Il rapporto di cambio implicito nel prezzo di mercato delle azioni di EGP e di Enel è stato analizzato in diversi periodi di tempo, prendendo in considerazione i prezzi ufficiali delle Società. Per ciascun periodo preso in considerazione, il rapporto di cambio delle Azioni EGP per una Azione Enel è stato determinato seguendo due diverse metodologie: (i) calcolando il rapporto di cambio giornaliero implicito nei prezzi ufficiali di borsa di EGP e di Enel per ciascun giorno di mercato aperto, e quindi calcolando la media di tali rapporti di cambio sul periodo di riferimento; e (ii) calcolando la media dei prezzi delle Azioni EGP e delle Azioni Enel nel corso del periodo di riferimento, e quindi ricavando il rapporto di cambio tra tali due valori. Il risultato dell'analisi è riepilogato nella seguente tabella:

Periodo fino al 26 ottobre 2015	Media dei rapporti giornalieri	Rapporto tra prezzi medi
<i>Spot</i> (26 ottobre)	0,44x	0,44x
Periodo 1 mese – media	0,43x	0,43x
Periodo 2 mesi – media	0,42x	0,43x
Periodo 3 mesi – media	0,43x	0,43x
Periodo 6 mesi – media	0,43x	0,43x
Periodo 12 mesi – media	0,45x	0,44x
Minimo 12 mesi	0,39x	n.s.
Massimo 12 mesi	0,52x	n.s.

Risultati derivanti dall'applicazione della metodologia della performance storica dei prezzi di borsa

Sulla base dei risultati ottenuti dall'applicazione della metodologia della *performance* storica dei prezzi di borsa, emerge un intervallo di valori per il rapporto di cambio nuove Azioni Enel per 1 Azione EGP pari a:

	Minimo	Massimo
Rapporto di Cambio	0,39x	0,52x

Target price degli analisti di ricerca

Lazard ha esaminato i più recenti *target price* degli analisti di ricerca per le Azioni EGP e per le Azioni Enel pubblicati negli ultimi 12 mesi. L'affidabilità di tale analisi quale metodologia di controllo è supportata dall'ampio numero di analisti di ricerca che coprono le Società. Il *target price* per le Azioni EGP, che includeva un premio per riflettere l'atteso perfezionamento dell'Operazione, è stato rettificato al fine di escludere tale premio. Nel complesso, sono stati presi in considerazione 25 *target price* per EGP e 29 *target price* per Enel.

L'analisi è stata condotta seguendo due metodologie:

- (i) calcolando il rapporto di cambio implicito tra il minimo, il massimo, la media e la mediana dei *target price* delle Azioni EGP ed i rispettivi relativi alle Azioni Enel; il risultato delle analisi è illustrato nella tabella seguente:

	Minimo	Media	Mediana	Massimo
Rapporto di Cambio	0,41x	0,43x	0,43x	0,47x

- (ii) calcolando il minimo, massimo, media e mediana dei rapporti di cambio impliciti nei *target price* di ciascun analista che copre sia EGP sia Enel; il risultato delle analisi è illustrato nella tabella seguente:

(iii)

	Minimo	Media	Mediana	Massimo
Rapporto di Cambio	0,35x	0,45x	0,45x	0,57x

Risultato derivante dall'applicazione della metodologia dei target price degli analisti di ricerca

Sulla base dei risultati ottenuti dall'applicazione della metodologia dei *target price* degli analisti di ricerca, emerge un intervallo di valori per il rapporto di cambio nuove Azioni Enel per 1 Azione EGP pari a:

	Minimo	Massimo
Rapporto di Cambio	0,35x	0,57x

Analisi dei premi

Lazard ha svolto un'analisi dei premi sulla base dei premi pagati in alcune operazioni italiane, a partire dal 2005, nelle quali una società che deteneva la partecipazione di controllo in una società quotata ha lanciato un'offerta pubblica di acquisto o scambio volontaria su tale società quotata. Sono state prese in considerazione solo le offerte con un valore totale superiore a €500m. Abbiamo svolto la stessa analisi anche sui premi pagati in due operazioni in cui la società, attiva nel settore *Utility*, ha acquistato la minoranza delle azioni non ancora in proprio possesso di una società quotata attiva nel settore delle rinnovabili: l'acquisizione di EDF Energie Nouvelles da parte di EDF e l'acquisizione di Iberdrola Renovables da parte di Iberdrola.

I premi impliciti nella presente analisi sono stati calcolati comparando il prezzo di offerta per azione con:

- (i) il prezzo di chiusura dell'azione della società *target* il giorno prima dell'annuncio (o dei primi *rumours* relativi all'operazione);
- (ii) la media dei prezzi di chiusura dell'azione della società *target* nei sei mesi precedenti all'annuncio (o dei primi *rumours* relativi all'operazione).

Il risultato dell'analisi sono sintetizzati nella tabella di seguito:

	Media dei premi sul prezzo del giorno precedente l'annuncio	Media dei premi sulla media dei prezzi nei 6 mesi precedenti l'annuncio
Operazioni pubbliche italiane (media dei premi)	12%	16%
EDF/EDF Energie Nouvelles e Iberdrola/Iberdrola Renovables (media dei premi)	11%	20%

Lazard ha comparato i premi calcolati come sopra con i premi a favore di EGP impliciti nel Rapporto di Cambio, che sono pari a (i) 10%, calcolato sui prezzi spot delle Società il 26 ottobre 2015, (ii) 14%, sul rapporto di cambio medio nei sei mesi precedenti il 26 ottobre 2015.

Criticità e limitazioni

Nello svolgere le nostre analisi e valutazioni finanziarie abbiamo identificato le seguenti criticità e limitazioni. Si sottolinea che qualsiasi eventuale variazione o differenza rispetto a quanto di seguito indicato potrebbe avere un impatto, anche significativo, sui risultati delle nostre analisi e valutazioni.

- (i) Le analisi e le valutazioni sono state svolte utilizzando previsioni economico-finanziarie predisposte dai *management*, rispettivamente, di EGP e di Enel; tali dati, per loro stessa natura, implicano elementi di incertezza e aleatorietà. Cambiamenti nelle assunzioni che sottendono i dati previsionali potrebbero avere un impatto, anche significativo, sui risultati alla base del presente parere;
- (ii) Le previsioni e le proiezioni rese disponibili dai rispettivi *management* delle Società implicano talune condizioni e ipotesi in relazione ai tempi di realizzazione di alcuni

- eventi straordinari; variazioni, anche lievi, nelle tempistiche attese di tali eventi potrebbero avere impatti, anche significativi, sui risultati alla base del presente parere;
- (iii) Le stime e le proiezioni contenute nei dati previsionali impiegati per le valutazioni e le analisi e i risultati ricavati dall'applicazione delle metodologie di valutazione dipendono in modo sostanziale dalle condizioni macroeconomiche e politiche, nonché dal contesto competitivo in cui operano le Società; le attuali incertezze macroeconomiche e possibili mutamenti delle variabili del contesto di riferimento (quali, ad esempio, l'evoluzione della domanda di elettricità, dei prezzi dell'elettricità, dei tassi di cambio) potrebbero avere un impatto, anche significativo, sui risultati alla base del presente parere; e
- (iv) I *business plan* delle Società che ci sono stati forniti coprono il periodo 2016-20. I rispettivi *management* delle Società ci hanno fornito le Linee Guida relative all'evoluzione delle proiezioni finanziarie di EGP e di Enel successive al 2020. I flussi di cassa operativi, al netto di imposte e interessi, di EGP e di Enel successivi al 2020 impattano, rispettivamente, per circa 90% e circa 80% sull'ammontare complessivo dei flussi di cassa operativi, al netto di imposte e interessi, dell'intero periodo della proiezione. Di conseguenza, i risultati del metodo di valutazione DCF, che si basa sull'attualizzazione dei flussi di cassa operativi, al netto di imposte e interessi, dipendono da proiezioni e ipotesi di lungo periodo che, per loro stessa natura, sono suscettibili di un elevato grado di rischio e aleatorietà.

* * *

Il presente parere è disciplinato e deve essere interpretato in conformità alla legge italiana.

Il presente parere viene rilasciato in lingua inglese e nell'eventualità in cui dovessero essere trasmesse traduzioni del presente parere, le stesse sono fornite per mera facilità di consultazione, non hanno alcun effetto legale vincolante e Lazard non rilascia alcuna garanzia (né assume alcuna responsabilità) riguardo all'accuratezza di tali traduzioni. Il presente parere è disciplinato e deve essere interpretato in conformità alla legge italiana.

Sulla base di quanto precede e nei limiti di quanto evidenziato, riteniamo che, alla data odierna, il Rapporto di Cambio, dal punto di vista finanziario, sia congruo per gli Azionisti EGP.

Cordiali saluti,

Lazard S.r.l.

PROF. ENRICO LAGHI
ORDINARIO DI ECONOMIA AZIENDALE
UNIVERSITÀ DI ROMA "LA SAPIENZA"

Spettabile
Enel Green Power S.p.A.
Viale Regina Margherita, 125
00198 - Roma

Alla c.a. Comitato Parti Correlate di
Enel Green Power S.p.A.
prof. Carlo Angelici
prof. Luca Anderlini
dott. Giovanni Pietro Malagnino

Oggetto: *Fairness Opinion* in relazione al rapporto di concambio proposto tra le azioni ordinarie di Enel Green Power S.p.A. e le azioni ordinarie di Enel S.p.A.

Enel Green Power S.p.A. ("Enel Green Power", "EGP" o la "Società") ed Enel S.p.A. ("Enel", congiuntamente con EGP le "Parti" o le "Società") hanno avviato contatti funzionali a verificare la sussistenza dei presupposti industriali, finanziari, economici e giuridici per un'eventuale operazione di scissione parziale non proporzionale di EGP in favore di Enel (l'"Operazione").

Sulla base delle informazioni fornite allo scrivente da EGP, l'Operazione è stata assoggettata alla procedura per le operazioni con parti correlate di maggiore rilevanza, prevista dal Regolamento Consob n. 17221 del 12 marzo 2010 come successivamente modificato e integrato e adottata dalla Società (la "Procedura").

Il comitato parti correlate di EGP (nel seguito anche solo il "Comitato Parti Correlate" o il "Comitato"), al fine di esprimere il parere di cui all'art. 7 della Procedura, ha incaricato lo scrivente di assisterlo nella definizione dell'intervallo di valori all'interno del quale ricomprendere il valore del rapporto di concambio tra le azioni di EGP e le azioni di Enel (il "Rapporto di Concambio"); nonché di esprimere un parere sulla congruità da un punto di vista finanziario del Rapporto di Concambio individuato (il "Parere").

Il Parere è da considerarsi confidenziale e indirizzato e destinato esclusivamente ai membri del Comitato Parti Correlate - fermo restando che potrà essere condiviso con e destinato a, l'intero Consiglio di Amministrazione - di Enel Green Power al solo scopo di valutare i termini economici dell'Operazione e non dovrà essere utilizzato come riferimento da alcun azionista della Società o altra persona, fatta esclusione dei membri del Comitato Parti Correlate di Enel Green Power.

Lo scrivente agisce per conto dei membri del Comitato Parti Correlate di Enel Green Power e per nessun altro in relazione all'Operazione e non sarà responsabile verso altri soggetti, fatta eccezione per i membri del Comitato Parti Correlate di Enel Green Power per quanto concerne il rilascio del Parere.

Lo scrivente autorizza, sin da ora, la Società: (i) a descrivere il contenuto del Parere nel contesto del documento informativo per operazioni con parti correlate di maggiore rilevanza predisposto da EGP in relazione all'Operazione ai sensi del regolamento Consob n. 17221/2010; (ii) ad allegare il Parere al medesimo documento informativo citato *sub* (i) che precede; e (iii) a trasmettere il Parere a Consob e a Borsa Italiana.

Lo scrivente precisa: (i) di non essere stato in alcun modo coinvolto nella strutturazione dell'Operazione, né nella determinazione di alcun aspetto relativo all'Operazione; (ii) di essere stato incaricato esclusivamente di assistere il Comitato nella definizione dell'intervallo di valori all'interno del quale ricomprendere il valore del Rapporto di Concambio e di rendere il Parere sulla congruità da un punto di vista finanziario del Rapporto di Concambio individuato; (iii) di non avere rivestito, fino alla data odierna, alcun ruolo negli organi sociali di EGP o di Enel, né in alcuna delle società controllate da EGP o da Enel; (iv) di non avere reso, nel corso dell'ultimo quinquennio, alcuna attività professionale a favore della Società o di Enel, né di società controllate da EGP o da Enel. Lo scrivente precisa inoltre che, dopo aver svolto gli opportuni approfondimenti, alla data della presente lettera non sussistono relazioni economiche, patrimoniali e finanziarie tra lo stesso e: (i) EGP, (ii) i soggetti che la controllano, le società controllate da EGP o sottoposte a comune controllo, nonché gli amministratori delle società di cui ai punti (i) e (ii), che siano suscettibili di pregiudicare l'indipendenza e l'autonomia di giudizio

1. Ai fini della redazione del Parere sono stati oggetto di esame:
 - il "Piano Industriale 2016-2020" di EGP approvato dal Consiglio di Amministrazione di Enel Green Power in data 12 novembre 2015 (il "Piano EGP");
 - il "Piano Industriale 2016-2020" di Enel approvato dal Consiglio di Amministrazione di Enel in data 12 novembre 2015 (il "Piano Enel" e, unitamente al Piano EGP, i "Piani");
 - i piani economico-finanziari (*business plan*) elaborati dalle Parti relativi a ciascuna delle aree geografiche/aree di *business* in cui operano EGP ed Enel, nonché le assunzioni *post* orizzonte esplicito dei Piani e gli ulteriori dati di *input* trasmessi dal *management* delle società esaminate (il "Management") ai fini della stima delle relative grandezze economiche, finanziarie e patrimoniali prospettive considerate (le "Proiezioni");
 - i dati trasmessi dal Management relativi alla situazione patrimoniale e finanziaria di EGP e di Enel al 30 settembre 2015 approvati dai rispettivi Consigli di Amministrazione in data 12 novembre 2015;
 - l'andamento dei prezzi registrati e le attività di negoziazione dei titoli azionari di Enel Green Power e di Enel negli ultimi 12 mesi;

- la bozza del Progetto di Scissione relativo all'Operazione del 12 novembre 2015;
- i dati e informazioni reperiti sul *database* economico-finanziario Bloomberg;
- ogni altra informazione o elemento ritenuto utile ai fini della redazione del Parere.

Si precisa inoltre che nel corso dello svolgimento delle attività propedeutiche al rilascio del Parere sono stati effettuati incontri di "Q&A" con il Management volti a chiarire e/o integrare la base informativa e le assunzioni poste alla base dei Piani e delle stime.

2. Il Parere è stato reso sulla base dei seguenti presupposti e limitazioni:

- i dati, le informazioni, le stime e le proiezioni considerate nel Parere non possono essere utilizzate per alcuno scopo differente da quello espressamente specificato nel Parere;
- le conclusioni alle quali lo scrivente è pervenuto nel Parere sono basate sul complesso delle valutazioni in esso contenute. Nessuna parte del Parere può essere utilizzata disgiuntamente rispetto al documento nella sua interezza e/o per scopi differenti rispetto a quelli espressamente specificati;
- la valutazione è stata effettuata sulla base delle condizioni economiche e di mercato attuali e alla luce degli elementi di previsione ragionevolmente ipotizzabili. A questo proposito non può non essere tenuta in debita considerazione la difficoltà di svolgere previsioni nell'attuale contesto economico e finanziario. Nulla di quanto esposto nel Parere può essere interpretato come una garanzia o un'opinione circa il futuro andamento delle società esaminate. Eventi che si verifichino successivamente alla data odierna potrebbero influire sul Parere e sulle assunzioni impiegate ai fini della sua predisposizione. Lo scrivente non assume alcun obbligo di aggiornare, correggere o ribadire la propria opinione;
- lo scrivente ha dato per assunto che le Proiezioni siano state formulate ragionevolmente su basi che riflettono le migliori stime in merito alla *performance* futura delle Società. Le Proiezioni, essendo basate su ipotesi di eventi futuri, sono caratterizzate da connaturati elementi di soggettività e da incertezze e, in particolare, dalla rischiosità connessa al fatto che eventi preventivati e azioni dai quali traggono origine potrebbero non verificarsi o verificarsi in misura e/o con tempistica diversa da quella prospettata, così come potrebbero verificarsi eventi e azioni non prevedibili all'epoca della predisposizione delle Proiezioni. Ne consegue che potranno verificarsi scostamenti, anche significativi, tra valori consuntivi e valori preventivati;
- le informazioni che costituiscono il supporto quantitativo e qualitativo della stima sono state fornite da Enel Green Power S.p.A.; si è fatto affidamento a tali informazioni senza procedere ad una verifica indipendente sull'accuratezza e completezza delle medesime;
- si è assunto che l'Operazione sarà perfezionata secondo i termini e le condizioni precisate come da comunicazione del 16 novembre 2015 inviata dalla Società allo scrivente nella quale è indicato il Rapporto di Concambio negoziato tra le Parti;

- si è assunto parimenti che le eventuali autorizzazioni necessarie a realizzare l'Operazione siano acquisite entro le tempistiche appropriate e senza alcun pregiudizio per la Società;
- si è assunto che non si sia verificato alcun cambiamento significativo nella situazione economica, patrimoniale e finanziaria della Società dopo il 30 settembre 2015, data di più recente rilevanza dei dati contabili;
- si è assunto che siano state messe a disposizione di chi scrive tutte le informazioni necessarie al fine di elaborare e rendere il Parere e che non vi siano fatti o circostanze non portati a conoscenza che avrebbero reso le informazioni fornite per rilasciare il Parere non accurate o fuorvianti;
- non è stata effettuata alcuna verifica indipendente di tipo legale, fiscale, contabile, attuariale o di altro tipo sulla Società e sull'Operazione, sicché non si esprime alcun parere su tali profili;
- non è stata effettuata alcuna verifica o valutazione indipendente delle attività e delle passività della Società e delle entità da essa controllate o collegate;
- il Parere è fondato sulle attuali condizioni economiche, finanziarie, di mercato e di altro tipo, nonché sulle informazioni correnti, messe a disposizione fino alla data odierna. Eventi successivi alla data odierna possono influire sul Parere e sui suoi presupposti; non si assume alcun obbligo di aggiornare, rivedere o confermare il Parere reso in data odierna;
- il Parere non contiene valutazioni circa il prezzo al quale, in futuro, il titolo EGP o il titolo Enel potrebbero essere scambiati;
- il Parere non contiene valutazioni di merito sull'Operazione rispetto ad altre operazioni alternative, né contiene valutazioni relative alla fattibilità o disponibilità di tali operazioni alternative. Il Parere non esamina le motivazioni industriali, strategiche, finanziarie o diverse sulla cui base l'Operazione è stata strutturata e potrebbe essere approvata.

3. Il Parere è stato reso avendo riferimento a metodologie di analisi finanziaria e di valutazione usate nella prassi professionale. Ciascuna metodologia considerata presenta limiti specifici e di conseguenza si è ritenuto opportuno esprimere il giudizio di congruità da un punto di vista finanziario sul Rapporto di Concambio sulla base di un processo di valutazione che, in sintesi ragionata, tenesse conto delle risultanze delle metodologie di analisi e valutazione adottate.

Alla luce della circostanza che la prospettata Operazione in esame prevede una scissione parziale non proporzionale di EGP in favore di Enel, la finalità delle analisi è addivenire ad una valutazione relativa del valore di EGP e di Enel. Alla luce di tale evidenza, ai fini della scelta delle metodologie valutative e della relativa applicazione si è tenuto conto del fatto che non rilevano i valori assoluti risultanti dalle stime svolte, bensì rileva il rapporto tra tali valori assoluti.

In particolare, ai fini della determinazione del Rapporto di Concambio si è ritenuto opportuno fare riferimento alle seguenti metodologie e analisi valutative:

- i) metodo del Discounted Cash Flow: si è sviluppata una stima del valore di EGP e del valore di Enel mediante l'applicazione del metodo fondamentale del *Discounted Cash Flow model* (DCF), basato sull'attualizzazione alla data di riferimento del 30 settembre 2015 dei flussi di cassa che si prevede che ciascuna delle Parti potrà generare in futuro. In particolare, il metodo DCF è stato utilizzato applicando la tecnica della "somma delle parti", ovvero sviluppando una valutazione di tipo finanziario in ottica *stand-alone* per ciascuna delle aree geografiche/aree di *business* in cui operano EGP e di Enel sulla base dei rispettivi piani industriali elaborati dalle Parti e determinando poi il valore complessivo di EGP e di Enel quale somma del valore stimato delle aree geografiche/aree di *business* rientranti nei rispettivi perimetri di attività. Le grandezze economiche, finanziarie e patrimoniali prospettive sono state determinate sulla base dei Piani approvati da ciascuna delle Parti e delle Proiezioni, mentre i tassi di sconto utilizzati per attualizzare i flussi di cassa sono stati oggetto di stima sulla base di un'analisi dei titoli azionari e del mercato di riferimento di EGP ed Enel;
- ii) metodo delle quotazioni di borsa: si è fatto riferimento all'andamento delle quotazioni del titolo azionario di EGP e di Enel negli ultimi anni al fine di tenere conto dei *trend* del mercato e dei titoli azionari di ciascuna delle Parti e si sono individuati i valori puntuali e le medie dei prezzi di borsa relative a periodi di diversa ampiezza antecedenti alla data del 27 ottobre 2015;
- iii) metodo dei target price: sono stati analizzati *financial report* aventi ad oggetto il titolo EGP, il titolo Enel e i relativi settori di attività emessi negli ultimi mesi dai principali istituti bancari, fondi di investimento e società di consulenza specializzate. In particolare, sono state effettuate elaborazioni sulla base dei *target price* dei titoli azionari EGP ed Enel stimati dagli analisti e riportati in tali *financial report*.

Più in dettaglio le metodologie valutative utilizzate hanno comportato l'adozione delle seguenti assunzioni, ipotesi e stime.

- 3.1. Metodo DCF. Il *Discounted Cash Flow model* (DCF) è un metodo fondamentale che eguaglia il valore di un complesso aziendale al valore attuale dei flussi finanziari ottenibili dall'impresa per l'intera durata della sua vita economica stimata.

Il metodo in esame si distingue in metodo fondato sull'*equity approach to valuation* e metodo basato sull'*entity approach to valuation* a seconda che la formula di valutazione sia mirata alla stima, in via diretta e immediata, del capitale proprio investito dagli azionisti (*equity*) o del capitale investito nell'attività aziendale (*firm value* o *enterprise value*). In quest'ultimo caso, la stima del capitale della società si ottiene sottraendo al *firm value* (o *enterprise value*) il valore di mercato della posizione finanziaria netta.

La formula di valutazione del capitale di un complesso aziendale basata sul metodo fondamentale di tipo *equity* è la seguente:

$$W = \sum_{t=1}^n Fl_t (1+i)^{-t} + VT(1+i)^{-n}$$

dove:

W è il valore economico del complesso aziendale oggetto di stima;

$\sum_{t=1}^n F_l (1+i)^{-t}$ è la somma del valore attuale dei flussi netti attesi (F_l) per il periodo di previsione esplicita (nel primo flusso è ricompreso il valore della liquidità iniziale);

$VT(1+i)^{-n}$ è il valore terminale (VT) del complesso aziendale oggetto di stima, attualizzato alla data di riferimento della valutazione;

i è il tasso di attualizzazione dei flussi netti attesi.

La formula di valutazione del capitale economico di un complesso aziendale basata sui metodi fondamentali di tipo *entity* più diffusa è la seguente:

$$W = \sum_{t=1}^n Fl_{gop_t} (1+wacc)^{-t} + VT(1+wacc)^{-n} - Pfn$$

dove:

W è il valore economico del complesso aziendale oggetto di stima;

$\sum_{t=1}^n \frac{Fl_{gop_t}}{(1+wacc)^t}$ è la somma del valore attuale dei flussi della gestione operativa attesi (Fl_{gop_t}) per il periodo di previsione esplicita;

$VT(1+wacc)^{-n}$ è il valore terminale (VT) del complesso aziendale oggetto di stima attualizzato alla data di riferimento della valutazione;

$wacc$ è il tasso di attualizzazione dei flussi della gestione operativa;

Pfn è il valore di mercato della posizione finanziaria netta del complesso aziendale oggetto di stima.

La stima del valore economico di un complesso aziendale con il metodo fondamentale, sia esso di tipo *equity* oppure *entity*, richiede che siano definiti: (a) i flussi attesi finanziari relativi al periodo di previsione esplicita; (b) il tasso di attualizzazione dei flussi; (c) il valore terminale del complesso aziendale.

Si precisa che, nel caso di specie, ai fini della valutazione di EGP e di Enel è stato adottato l'approccio di tipo *entity*.

Per quanto attiene alla *stima dei flussi attesi per il periodo di previsione esplicita* (di cui alla lettera a) si fa presente che, per ciascuna delle Parti, tali flussi sono stati calcolati sulla base dei dati di *input* e dei valori prospettici risultanti dai Piani e dalle Proiezioni riferiti a ciascuna area geografica/area di *business* in cui operano EGP e di Enel.

Alla luce delle differenze in termini di profilo di rischio/rendimento dei diversi paesi/aree di *business* in cui operano EGP e Enel, si è ritenuto di procedere con un

approccio di analisi di valutazione *Sum-of-the-Part* (ovvero valutazione paese per paese per EGP e per paese/area di *business* per quanto riguarda Enel).

Per quanto attiene alla stima del *tasso di attualizzazione* (aspetto di cui alla lettera b), si fa presente che i flussi stimati e il valore terminale riferiti a ciascuna area geografica/area di *business* in cui operano EGP e di Enel sono stati scontati a uno specifico costo medio ponderato del capitale (*Weighted Average Cost of Capital*, o "wacc"), calcolato in base alla seguente formula:

$$wacc = K_e \frac{E}{E + DN} + K_d(1 - T) \frac{DN}{E + DN}$$

dove:

K_e è il costo del capitale proprio o capitale di rischio (*Cost of Equity*) della specifica area geografica/area di *business*;

$\frac{E}{E + DN}$ è l'incidenza del patrimonio sul totale delle fonti di finanziamento;

$\frac{DN}{E + DN}$ è l'incidenza della posizione finanziaria netta sul totale delle fonti di finanziamento;

K_d è il costo medio stimato del capitale di credito (*Cost of Debt*) della specifica area geografica/area di *business*;

T è l'aliquota fiscale stimata per ciascuna area geografica/area di *business*.

Il costo del capitale proprio può essere stimato secondo molteplici approcci. Tra questi, uno dei più diffusi nella prassi valutativa è il c.d. metodo del "*build up approach*" per il quale il tasso di attualizzazione è così determinato:

$$K_e = i_1 + i_2$$

dove:

K_e è il tasso di attualizzazione;

i_1 è il *risk free rate*;

i_2 è il premio per il rischio calcolato con la tecnica del CAPM (*Capital Asset Pricing Model*). Secondo tale metodica valutativa, il premio per il rischio viene determinato moltiplicando il *beta-factor* (β) (che rappresenta la misura del rischio operativo e finanziario del complesso aziendale) per il premio medio di mercato (dato dalla differenza tra il rendimento medio atteso del mercato azionario - R_m - e il rendimento medio atteso degli investimenti privi di rischio - i_1):

$$i_2 = \beta(R_m - i_1)$$

Per quanto concerne la stima del *valore terminale* (VT) del complesso aziendale (aspetto di cui alla lettera c), si fa presente che VT è stato determinato applicando metodologie differenti in funzione del settore di riferimento di ciascuna unità oggetto di valutazione secondo il seguente approccio:

- relativamente a EGP: stima del *salvage value* (al netto dei *dismantling cost*) degli impianti a fine vita utile, calcolato sulla base delle ipotesi fornite dal Management;
- relativamente a Enel:
 - o generazione: flusso di cassa normalizzato al 2025 in *perpetuity* calcolato sulla base delle ipotesi del Management (*long term replacement CAPEX* e *long term depreciation*);
 - o distribuzione: valore della RAB al 2025 sulla base delle ipotesi del Management;
 - o vendita: *exit multiple* sull'EBITDA.

Il *range* di valutazione per EGP ed Enel è stato ottenuto variando il valore del wacc stimato con riferimento a ciascuna area geografica/area di *business* in una misura relativa pari a $\pm 5\%$, ovvero considerando le rispettive stime puntuali incrementate (diminuite) mediante il prodotto per un coefficiente pari a 1,05 (0,95).

L'applicazione di tale metodologia ha condotto alla stima di un intervallo di concambio compreso tra 0,40 e 0,54 azioni ordinarie EGP per ogni azione ordinaria Enel.

- 3.2. Metodo delle quotazioni di borsa. Il metodo delle quotazioni di borsa è finalizzato alla determinazione del valore di una società sulla base della capitalizzazione espressa con riferimento ai prezzi dei titoli rappresentativi di tale società, negoziati su mercati azionari regolamentati.

Nel caso di specie, l'analisi è stata svolta avendo riferimento all'andamento del prezzo ufficiale delle azioni ordinarie del titolo Enel Green Power e del titolo Enel osservato nei 12 mesi antecedenti alla data del 27 ottobre 2015, ovvero a partire dal 27 ottobre 2014.

La scelta del periodo temporale di riferimento è stata effettuata considerando il *trade-off* esistente tra la necessità di attenuare l'impatto sulle statistiche di eventuali volatilità di breve periodo - che comporta l'ampliamento della finestra temporale da considerare - e la necessità di riflettere le quotazioni della società da valutare e in generale le condizioni di mercato più recenti - che comporta la riduzione della finestra temporale da considerare.

A tale criterio si è aggiunto il vincolo costituito dalla necessità di escludere i prezzi azionari successivi alla data alla quale è ragionevole ritenere che siano stati diffusi sul mercato *rumor* relativi alla prospettata Operazione. Nel caso di specie, tale data è stata individuata nel 27 ottobre 2015.

Il *range* di valutazione per EGP ed Enel è stato ottenuto prendendo i valori minimi e massimi del Rapporto di Concambio implicito tra i prezzi di borsa delle Società osservati negli ultimi 12 mesi.

L'applicazione di tale metodologia ha condotto alla stima di un intervallo di concambio compreso tra 0,38 e 0,51 azioni ordinarie EGP per ogni azione ordinaria Enel.

- 3.3. Metodo delle quotazioni di borsa. La metodologia valutativa dei *target price* è stata applicata avendo riferimento ai valori dei *target price* riferiti a Enel Green Power e a Enel stimati da un insieme di analisti finanziari.

Tale metodologia è stata utilizzata in quanto, sebbene non rappresenti una metodologia di tipo fondamentale basata su ipotesi esplicite e stima analitica dei flussi finanziari attesi, al pari del metodo delle quotazioni costituisce in ogni caso un'indicazione utile ai fini della valutazione delle Società.

Nel caso di specie sono stati considerati i dati relativi ai *target price* reperibili, alla data della valutazione, sui principali *data provider* economico-finanziari avendo riferimento ai *report* emessi dai principali istituti bancari, fondi di investimento e società di consulenza specializzate in una data recente antecedente a quella di riferimento della valutazione.

Il *range* di valutazione per EGP ed Enel è stato ottenuto prendendo in considerazione i valori medi (minimi) di EGP con i valori minimi (medi) di Enel.

L'applicazione di tale metodologia ha condotto alla stima di un intervallo di concambio compreso tra 0,35 e 0,56 azioni ordinarie EGP per ogni azione ordinaria Enel.

4. Le analisi effettuate hanno condotto all'individuazione di un intervallo di valori compreso tra 0,35 e 0,56 che, tenuto conto delle risultanze dei metodi valutativi adottati, delle informazioni anche di mercato disponibili nel corso di svolgimento dell'analisi e di una sintesi ragionata delle stime effettuate è stato ricondotto al *range* 0,47-0,52. Si precisa che tale scelta è stata effettuata tenuto anche conto della circostanza che le metodologie valutative adottate e i singoli parametri utilizzati ai fini dell'applicazione delle stesse costituiscono parte inscindibile di un processo unitario volto all'individuazione dell'intervallo di valori che, in sintesi ragionata, in un determinato momento temporale, anche tenuto conto degli andamenti di mercato, si ritiene possa rappresentare il *range* di valori di concambio congruo da un punto di vista finanziario.
5. In conclusione, sulla base di quanto sopra evidenziato e all'esito delle analisi effettuate, lo scrivente è dell'opinione che, alla data del Parere, il Rapporto di Concambio fissato in 0,486 azioni ordinarie EGP per ogni azione ordinaria di Enel, sia congruo da un punto di vista finanziario.

Nel ringraziare per la fiducia accordata, si porgono i migliori saluti.

Roma, 16 novembre 2015

Enrico Laghi
