

RELAZIONE DELLA SOCIETA' DI REVISIONE SUL PREZZO DI EMISSIONE DELLE AZIONI RELATIVE ALL'AUMENTO DI CAPITALE CON ESCLUSIONE DEL DIRITTO DI OPZIONE AI SENSI DELL'ART. 2441, QUARTO COMMA, PRIMO PERIODO, E SESTO COMMA, DEL CODICE CIVILE, E DELL'ART. 158, PRIMO COMMA, D. LGS. 58/98

**Agli Azionisti di
Alerion Clean Power S.p.A.**

1. MOTIVO ED OGGETTO DELL'INCARICO

In relazione alla proposta di aumento di capitale sociale inscindibile e a pagamento con esclusione del diritto di opzione ai sensi dell'art. 2441, quarto comma, primo periodo, del Codice Civile, e dell'art. 158, primo comma, D.Lgs. 58/1998 ("TUIF") qui di seguito descritta, abbiamo ricevuto dal Consiglio di Amministrazione di Alerion Clean Power S.p.A. (di seguito, anche "Alerion", ovvero la "Società") la relazione ai sensi dell'art. 2441, sesto comma, del Codice Civile datata 16 marzo 2018 (di seguito la "Relazione degli Amministratori" o "Relazione"), che illustra e motiva la suddetta proposta di aumento di capitale con esclusione del diritto d'opzione, indicando i criteri adottati dal Consiglio di Amministrazione per la determinazione del prezzo delle azioni di nuova emissione.

La proposta del Consiglio di Amministrazione, così come descritta nella Relazione degli Amministratori, ha per oggetto l'aumento del capitale sociale inscindibile e a pagamento, per un importo complessivo pari ad Euro 24.800.000, con esclusione del diritto di opzione, ai sensi dell'art. 2441, quarto comma, primo periodo, del Codice Civile, con l'emissione di numero 7.630.769 azioni ordinarie, al prezzo unitario di Euro 3,25 (l'"Aumento di Capitale"), da liberarsi mediante il conferimento in natura, da parte di Fri-El Green Power S.p.A. ("FGP") e di Pro-Invest S.r.l. ("Pro-Invest" e, insieme a FGP, i "Sottoscrittori"), di tre società di progetto, ciascuna titolare dell'autorizzazione per la costruzione di un parco eolico, attualmente in fase di realizzazione, in Sardegna, Emilia Romagna e Campania, per un totale di 102,4 MW di nuova potenza eolica (l'"Aumento di Capitale e il conferimento, insieme, l'"Operazione").

La proposta del suddetto Aumento di Capitale sarà sottoposta all'approvazione dell'Assemblea Straordinaria degli Azionisti della Società, fissata in unica convocazione in data 6 aprile 2018.

In riferimento all'Aumento di Capitale, il Consiglio di Amministrazione della Società ha richiesto alla nostra società di esprimere, ai sensi dell'art. 2441, quarto comma, primo periodo, e sesto comma, del Codice Civile e dell'art. 158, primo comma, TUIF, il nostro parere sull'adeguatezza dei criteri proposti dagli Amministratori ai fini della determinazione del prezzo di emissione delle nuove azioni di Alerion a servizio dell'Aumento di Capitale riservato ai Sottoscrittori.

2. SINTESI DELL'OPERAZIONE

Il Consiglio di Amministrazione di Alerion ha deliberato di sottoporre all'Assemblea degli Azionisti una proposta di aumento del capitale sociale della Società inscindibile, con esclusione del diritto di opzione ai sensi dell'art. 2441, quarto comma, primo periodo, del Codice Civile e riservato a FGP e Pro-Invest, da sottoscrivere e liberarsi tramite il conferimento in natura di talune di società di progetto - controllate indirettamente dalla medesima FGP - e, segnatamente Eolica PM S.r.l., Fri-El Albareto S.p.A. e Green Energy Sardegna S.r.l., ciascuna titolare delle autorizzazioni per la realizzazione di un parco eolico, attualmente in fase di realizzazione, rispettivamente ubicati in Sardegna, Emilia Romagna e Campania, per un totale complessivo di 102,4 MW di nuova potenza eolica (le "SPV" o le "Partecipazioni Oggetto di Conferimento").

Gli Amministratori riportano nella Relazione che alla data della stessa il capitale sociale delle SPV risultava così ripartito:

- Eolica PM S.r.l. e Fri-El Albareto S.r.l. risultano interamente controllate da Fri-El S.p.A., a sua volta controllata da FGP;
- Green Energy Sardegna S.r.l. è controllata da Fri-El S.p.A., titolare di una partecipazione pari al 75% del capitale sociale. Il residuo 25% del capitale sociale è detenuto da Pro-Invest.

In data 21 febbraio 2018 FGP e Pro-Invest, ciascuna per quanto di propria competenza, si sono impegnate, subordinatamente all'intervenuta approvazione dell'Operazione da parte del Consiglio di Amministrazione e dell'Assemblea Straordinaria degli Azionisti di Alerion ai termini e alle condizioni ivi indicate, di conferire le predette quote di partecipazione detenute anche indirettamente nelle SPV.

Per quanto attiene agli ulteriori profili dell'Operazione, la Relazione degli Amministratori evidenzia che:

- (i) contestualmente all'esecuzione del conferimento delle SPV, Alerion acquisterà il credito per "finanziamenti soci" vantato da FGP nei confronti delle SPV; nonché
- (ii) la realizzazione degli impianti da parte delle SPV verrà finanziata in via prevalente mediante ricorso ad indebitamento bancario da parte delle medesime SPV.

La Relazione degli Amministratori evidenzia, inoltre, che l'atto di conferimento prevedrà il rilascio da parte di Fri-El e di Pro-Invest, in favore di Alerion, di apposite dichiarazioni e garanzie concernenti le Partecipazioni Oggetto di Conferimento e i tre progetti per la costruzione di impianti eolici a quest'ultime riferibili - nonché l'assunzione di connessi obblighi di indennizzo - in linea con le prassi di mercato per operazioni comparabili.

Come descritto nella Relazione degli Amministratori, attraverso l'Operazione, gli Amministratori propongono un incremento del capitale sociale della Società e un conseguente aumento del capitale investito, relativo alle attività conferite. Gli Amministratori dichiarano che, oltre a rivestire una significativa valenza industriale per il gruppo FGP, l'Operazione:

1. persegue l'obiettivo di rafforzare il disegno strategico del Gruppo FGP incentrato sullo sviluppo, da parte di Alerion, del business della produzione di energie rinnovabili derivanti da fonte eolica e si inserisce nel più ampio contesto del progetto, già intrapreso nel corso del 2017, volto alla creazione di un operatore leader nel settore dell'energia rinnovabile da fonti eoliche;

2. consente l'ulteriore rafforzamento della posizione di FGP nel capitale sociale di Alerion, conseguente al perfezionamento dell'Operazione. Tale rafforzamento risulta peraltro coerente con le finalità illustrate nella Relazione degli Amministratori;
3. permette di incrementare la capacità già installata di Alerion per circa 102,4 MW, in coerenza e continuità con i relativi programmi di sviluppo e di consolidamento della propria posizione sul mercato di riferimento;
4. consente di beneficiare dei vantaggi derivanti dalla crescita dimensionale, contributo al rafforzamento della posizione competitiva e all'incremento della potenzialità in termini di creazione di valore per tutti gli azionisti;
5. consente agli azionisti di minoranza di beneficiare della creazione di valore conseguente alla realizzazione di parchi eolici;
6. mira a (i) conseguire obiettivi di efficientamento industriale e di miglioramento della gestione operativa di Alerion e delle SPV, (ii) eliminare duplicazioni di costi e strutture all'interno del gruppo FGP;
7. determinerà un significativo rafforzamento patrimoniale per Alerion.

La Relazione degli Amministratori indica inoltre che, per effetto della sottoscrizione dell'Aumento di Capitale, FGP e Pro-Invest deterranno una partecipazione nel capitale sociale di Alerion rispettivamente pari al 86,26% e all'1,03%. L'incremento del numero delle azioni ordinarie Alerion in circolazione, all'esito dell'Operazione, comporterà per gli azionisti della Società esclusi dall'Aumento di Capitale una diluizione della loro partecipazione, calcolata sul capitale ordinario in circolazione alla data della Relazione, pari al 20,57%, passando dall'attuale 16,00% al 12,71%.

Gli Amministratori riferiscono infine che l'Operazione si qualifica come "*operazione con parti correlate di maggiore rilevanza*" ai sensi del Regolamento Consob n. 17221/2010 ("Regolamento OPC") e della procedura per le operazioni con parti correlate adottata dal Consiglio di Amministrazione di Alerion in data 12 novembre 2010 ed entrata in vigore in data 1° gennaio 2011 come successivamente modificata (la "Procedura OPC"). A garanzia della correttezza sostanziale e procedurale dell'Operazione e in ottemperanza a quanto previsto dalla citata normativa, la Relazione precisa che il Comitato Operazioni con Parti Correlate di Alerion (il "Comitato OPC") è stato attivato e coinvolto ai fini del rilascio del proprio parere: a supporto delle proprie attività e valutazioni, il Comitato si è avvalso del supporto di EY S.p.A. quale *advisor* finanziario indipendente che, in data 22 febbraio 2018, ha rilasciato la propria *Fairness Opinion* sulla congruità, da un punto di vista finanziario, del valore attribuito alle Partecipazioni Oggetto di Conferimento. Ad esito delle proprie analisi e valutazioni, il Comitato OPC, in data 23 febbraio 2018, ha espresso il proprio parere favorevole sulla sussistenza dell'interesse della Società al compimento dell'Operazione e sulla convenienza e correttezza sostanziale delle relative condizioni.

3. NATURA E PORTATA DELLA PRESENTE RELAZIONE

Il presente parere di congruità, emesso ai sensi degli articoli 2441, sesto comma, del Codice Civile e 158, primo comma, TUIF, ha la finalità di rafforzare l'informativa a favore degli Azionisti esclusi dal diritto di opzione, ai sensi dell'art. 2441, quarto comma, primo periodo, del Codice Civile, in ordine alle metodologie adottate dagli Amministratori per la determinazione del prezzo di emissione delle azioni ai fini del previsto aumento di capitale.

Più precisamente, il presente parere di congruità indica i metodi seguiti dagli Amministratori per la determinazione del prezzo di emissione delle azioni e le eventuali difficoltà di valutazione dagli stessi incontrate ed è costituito dalle nostre considerazioni sull'adeguatezza, sotto il profilo della loro ragionevolezza e non arbitrarietà, nelle circostanze, di tali metodi, nonché sulla loro corretta applicazione.

Nell'esaminare i metodi di valutazione adottati dagli Amministratori, non abbiamo effettuato una valutazione economica della Società, che è stata svolta esclusivamente dagli Amministratori, né delle Partecipazioni Oggetto di Conferimento, che rimangono oggetto esclusivamente della valutazione effettuata ai sensi dell'art. 2343-ter, comma 2, lett. b), del Codice Civile dalla società PricewaterhouseCoopers S.p.A. (il "Perito").

4. DOCUMENTAZIONE UTILIZZATA

Nello svolgimento del nostro lavoro abbiamo ottenuto, direttamente dalla Società o per suo tramite, i documenti e le informazioni ritenuti utili nella fattispecie.

Più in particolare, abbiamo analizzato la seguente documentazione:

- bozze e versione finale della Relazione degli Amministratori datata 16 marzo 2018 per la proposta di Aumento di Capitale della Società redatta ai sensi dell'art. 72 del Regolamento Consob n. 11971/99, come successivamente modificato e integrato;
- bozza del verbale del Consiglio di Amministrazione del 23 febbraio 2018 che ha approvato di proporre l'Operazione all'Assemblea dei soci del 6 aprile 2018;
- andamento dei prezzi di mercato delle azioni Alerion registrate nel Mercato Telematico Azionario gestito da Borsa Italiana S.p.A. in vari orizzonti temporali nei diciotto mesi antecedenti l'approvazione da parte del Consiglio di Amministrazione della proposta di Aumento di Capitale, oltre che negli orizzonti temporali considerati dagli Amministratori, ed altre informazioni quali volatilità del titolo e volumi medi giornalieri (fonte: Bloomberg);
- statuto vigente della Società, per le finalità di cui al presente lavoro;
- comunicato stampa relativo all'Aumento di Capitale pubblicato il 23 febbraio 2018;
- documento predisposto da Equita SIM S.p.A. in relazione al prezzo di emissione delle nuove azioni Alerion;
- documento informativo redatto ai sensi dell'art. 5 del Regolamento OPC e dell'art. 11 della Procedura OPC adottata da Alerion;
- parere del Comitato OPC di Alerion in data 23 febbraio 2018;
- *fairness opinion* sulla congruità dal punto di vista finanziario del corrispettivo dell'offerta pubblica di acquisto volontaria totalitaria avente ad oggetto n. 30.782.275 azioni ordinarie di Alerion Clean Power S.p.A. promossa da FRI-EL Green Power S.p.A. (l'"Offerta Pubblica") emessa da EY S.p.A. in data 25 ottobre 2017;
- impegno sottoscritto in data 21 febbraio 2018 da FGP e Pro-Invest, di conferire le predette quote di partecipazione detenute anche indirettamente sulle SPV, subordinatamente all'intervenuta approvazione dell'Operazione da parte del Consiglio di Amministrazione e dell'Assemblea straordinaria degli Azionisti di Alerion;

- elementi contabili, extracontabili e di tipo statistico, nonché ogni altra informazione ritenuta utile ai fini dell'espletamento del nostro incarico.

Ai soli fini informativi abbiamo inoltre ottenuto la valutazione delle Partecipazioni Oggetto di Conferimento effettuata dal Perito in data 13 marzo 2018 e la Fairness Opinion emessa da EY S.p.A. in data 22 febbraio 2018 sulla *"congruità da un punto di vista finanziario del valore dell'aumento di capitale relativo al conferimento in Alerion Clean Power S.p.A. delle quote detenute da FRI-EL Green Power S.p.A. e Proinvest S.r.l. nelle società Eolica PM S.r.l., Green Energy Sardegna S.r.l. e Fri-el Albareto S.r.l."*.

Abbiamo infine ottenuto specifica ed espressa attestazione, mediante lettera rilasciata dalla Società in data 16 marzo 2018 che, per quanto a conoscenza degli Amministratori e della Direzione di Alerion, non sono intervenute modifiche significative ai dati ed alle informazioni presi in considerazione nello svolgimento delle nostre analisi.

5. IL CRITERIO INDIVIDUATO DAGLI AMMINISTRATORI PER LA DETERMINAZIONE DEL PREZZO DI EMISSIONE DELLE AZIONI

Come riportato nella loro Relazione, gli Amministratori hanno ritenuto, per la determinazione del prezzo di emissione delle nuove azioni, di applicare il metodo delle quotazioni di Borsa.

Il metodo delle quotazioni di Borsa esprime il valore della società oggetto di valutazione sulla base della capitalizzazione dei titoli negoziati, su mercati azionari regolamentati, rappresentativi della società in oggetto. Il prezzo di Borsa infatti sintetizza la percezione del mercato rispetto alle prospettive di crescita delle società ed al valore ad esse attribuibile sulla base delle informazioni conosciute dagli investitori in un determinato momento.

La suddetta metodologia si definisce un criterio diretto, in quanto fa riferimento ai prezzi espressi dal mercato borsistico, indicativi del valore di mercato del capitale economico di un'azienda.

Nell'ambito dell'applicazione di tale metodo, gli Amministratori hanno rappresentato l'esigenza di individuare un giusto equilibrio tra la necessità di mitigare, attraverso osservazioni su orizzonti temporali sufficientemente estesi, l'effetto di volatilità dei corsi giornalieri e quella di utilizzare un dato corrente, indicativo di un valore di mercato recente della società oggetto di valutazione.

Ai fini dell'applicazione del suddetto metodo, gli Amministratori di Alerion hanno fatto riferimento, avvalendosi del supporto del consulente Equita SIM S.p.A., all'analisi dei prezzi ufficiali di Borsa spot delle azioni ordinarie nell'intervallo temporale che va dal 1° luglio 2016 al 22 febbraio 2018 (ultima giornata di scambi prima del Consiglio di Amministrazione che ha deliberato l'Aumento di Capitale) nonché alle medie, ponderate per i volumi scambiati, dei prezzi ufficiali di Borsa delle azioni ordinarie di Alerion in intervalli temporali usualmente utilizzati dalla prassi per simili valutazioni (1 mese, 3 mesi, 6 mesi, 12 mesi), oltre che nell'orizzonte temporale racchiuso tra il termine dell'ultima Offerta Pubblica (4 dicembre 2017) e la data del Consiglio di Amministrazione che ha deliberato la proposta di Aumento di Capitale.

Petraltro, gli Amministratori riportano nella Relazione che le azioni ordinarie di Alerion sono state oggetto di quattro offerte pubbliche a partire dall'agosto 2016 e che, anche a seguito di tali offerte, i corsi di borsa hanno subito nell'intervallo temporale considerato notevoli variazioni, muovendosi in un ampio *range* del quale gli Amministratori riportano gli estremi di seguito presentati:

Movimentazione prezzo spot Alerion

Minimo		Massimo	
Data	Spot (Eu/az.)	Data	Spot (Eu/az.)
01/08/2016	1,53	29/01/2018	3,46

Gli Amministratori illustrano che l'analisi dei corsi di borsa evidenzia un andamento crescente del prezzo di mercato delle azioni Alerion il cui valore spot al 22 febbraio 2018, beneficiando delle offerte pubbliche di acquisto richiamate, è quasi raddoppiato rispetto a quello del 1° luglio 2016. Sebbene il range individuato presenti una notevole escursione negli ultimi 18 mesi, gli Amministratori evidenziano che le medie dei corsi di borsa in periodi più recenti rilevano variazioni meno significative e riportano il risultato di tali medie effettuate su diversi periodi avendo a riferimento per il calcolo il giorno 22 febbraio 2018:

Periodo	Prezzo (€/az.)
Media a 1 mese	3,22
Media a 3 mesi	3,24
Media a 6 mesi	3,02
Media a 12 mesi	2,98
Prezzo spot 22 febbraio 2018	3,22
Media da fine OPA totalitaria (4 dicembre 2018)	3,25

Per quanto attiene ai prezzi medi ponderati in ragione dei volumi scambiati, gli Amministratori riportano che il valore massimo raggiunto dalle azioni Alerion nei diversi intervalli considerati è risultato pari a Euro 3,25, ottenuto dalla media ponderata registrata nel periodo dal 4 dicembre 2017 (data di fine periodo dell'Offerta Pubblica) al 22 febbraio 2018, che è stato ritenuto un orizzonte temporale idoneo ai fini della determinazione del prezzo di emissione delle azioni (in quanto costituisce l'orizzonte temporale recente più ampio durante il quale le azioni Alerion non erano oggetto di alcuna offerta pubblica di acquisto). Tale valore risulta inoltre sostanzialmente in linea con le medie ponderate dei corsi di borsa registrate nell'ultimo mese e negli ultimi tre mesi e al valore spot dei corsi di borsa al 22 febbraio 2018. In considerazione di quanto precede, e considerando le finalità dell'art. 2441, comma 6, del Codice Civile, il Consiglio di Amministrazione ha ritenuto di fissare il prezzo delle azioni Alerion emesse al servizio dell'Aumento di Capitale considerando tale valore in Euro 3,25.

Per completezza, anche ai fini dell'identificazione di un metodo di controllo, gli Amministratori hanno evidenziato che nel contesto dell'ultima Offerta Pubblica precedentemente richiamata, era stata rilasciata da EY S.p.A. una *fairness opinion* in favore degli amministratori indipendenti di Alerion in data 25 ottobre 2017. Tale *fairness opinion* prevedeva tre diversi metodi di valutazione (il metodo unlevered discounted cash flow o UDCF, il metodo dei multipli di mercato e il metodo dell'andamento dei prezzi di borsa) la cui applicazione evidenziava valori per azione in un *range* di Euro 1,88-2,86. Il Consiglio di Amministrazione, ritenuto il breve lasso di tempo intercorso dalla data di rilascio della *fairness opinion*, ha concluso che le valorizzazioni riportate da tali metodologie di valutazione utilizzate a supporto dell'Offerta Pubblica siano tuttora attuali e valide, fermo restando l'aggiornamento dei dati di riferimento per il metodo dell'andamento dei prezzi di borsa effettuato da Equita SIM S.p.A..

In conclusione, il Consiglio di Amministrazione di Alerion, considerato che il metodo dell'andamento dei prezzi di borsa rappresenta la valutazione più aggiornata, che tale metodo è comunemente accettato ed utilizzato dalla prassi nazionale e internazionale nelle valutazioni di società quotate, che l'applicazione degli altri metodi precedentemente richiamati avrebbe portato a valori inferiori a quelli determinati con l'applicazione del metodo dell'andamento dei prezzi di borsa, in applicazione dei criteri previsti dall'art. 2441, comma 6, del Codice Civile e considerate le finalità di tutela degli azionisti esclusi dall'aumento di capitale, ha ritenuto opportuno determinare il prezzo di emissione unitario delle azioni focalizzandosi principalmente su quanto emergente dall'analisi dei prezzi di borsa delle azioni Alerion.

6. DIFFICOLTÀ DI VALUTAZIONE RICONTRATE DAL CONSIGLIO DI AMMINISTRAZIONE

Nella Relazione del Consiglio di Amministrazione non vengono indicate difficoltà incontrate dagli Amministratori in relazione alla scelta del criterio dagli stessi proposto, di cui al precedente paragrafo 5.

7. RISULTATI EMERSI DALLA VALUTAZIONE EFFETTUATA DAL CONSIGLIO DI AMMINISTRAZIONE

Come riportato nella Relazione, gli Amministratori hanno ritenuto di determinare il valore unitario delle azioni di Alerion di nuova emissione in Euro 3,25.

8. LAVORO SVOLTO

Ai fini dell'espletamento del nostro incarico abbiamo svolto le seguenti principali attività:

- esaminato la documentazione riportata al precedente paragrafo 4;
- svolto un esame critico del criterio dei prezzi di borsa adottato dagli Amministratori per la determinazione del prezzo di emissione delle azioni, onde riscontrarne il contenuto, nelle circostanze, ragionevole, motivato e non arbitrario;
- considerato gli elementi necessari ad accertare che tale criterio fosse tecnicamente idoneo, nelle specifiche circostanze, sotto un profilo di ragionevolezza e non arbitrarietà, a determinare il prezzo di emissione delle azioni;
- riscontrato la completezza e non contraddittorietà delle motivazioni indicate dal Consiglio di Amministrazione in merito alla scelta del predetto criterio;
- effettuato verifiche sull'andamento delle quotazioni di borsa delle azioni della Società nei periodi precedenti la delibera del 23 febbraio 2018 e rilevato altre informazioni quali, a titolo esemplificativo, periodo temporale di riferimento, significatività dei prezzi considerati, tipologia di media usata, caratteristiche del flottante, volatilità del titolo e volumi medi giornalieri;
- svolto autonome analisi di sensibilità sull'andamento delle quotazioni di borsa di Alerion, nonché verificata la corretta applicazione del metodo e l'accuratezza dei conteggi effettuati dagli Amministratori;
- svolto analisi critiche circa gli spunti valutativi richiamati dagli Amministratori anche con finalità di controllo, con l'obiettivo di considerare la ragionevolezza delle conclusioni degli Amministratori, nelle specifiche circostanze;

- esaminato, per le sole finalità conoscitive dell'Operazione nel suo complesso, la relazione di stima emessa in data 13 marzo 2018 dal Perito ai sensi dell'art. 2343-ter del Codice Civile;
- ricevuto formale attestazione dei legali rappresentanti della Società sugli elementi di valutazione messi a disposizione e sul fatto che, per quanto a loro conoscenza, alla data del nostro parere, non sussistono modifiche significative da apportare ai dati di riferimento dell'Operazione e agli altri elementi presi in considerazione.

9. COMMENTI SULL'ADEGUATEZZA DEL CRITERIO ADOTTATO DAGLI AMMINISTRATORI PER LA DETERMINAZIONE DEL PREZZO DI EMISSIONE DELLE AZIONI

La Relazione degli Amministratori descrive al paragrafo 3 le motivazioni sottostanti le metodologie adottate dal Consiglio di Amministrazione e il processo logico dallo stesso seguito ai fini della determinazione del prezzo di emissione delle azioni nell'ambito dell'Aumento di Capitale.

Al riguardo, in considerazione delle specifiche caratteristiche dell'Operazione, esprimiamo di seguito le nostre considerazioni sull'adeguatezza, in termini di ragionevolezza e non arbitrarietà, del metodo adottato dagli Amministratori ai fini dell'individuazione, nelle circostanze, del prezzo di emissione delle nuove azioni di Alerion, come riportato nel paragrafo 3 della Relazione degli Amministratori, nonché sulla sua corretta applicazione.

Ai sensi dell'art. 2441, sesto comma, del Codice Civile il prezzo di emissione delle azioni, nel caso di esclusione del diritto di opzione, deve essere determinato *"in base al valore del patrimonio netto, tenendo conto, per le azioni quotate in mercati regolamentati, anche dell'andamento delle quotazioni nell'ultimo semestre"*. Con riguardo all'espressione *"valore del patrimonio netto"*, la dottrina ritiene che il legislatore abbia inteso riferirsi non al patrimonio netto contabile, quanto piuttosto al valore corrente del capitale economico della società. Con riguardo poi al riferimento all'*"andamento delle quotazioni nell'ultimo semestre"*, la prassi e la dottrina sono concordi nel ritenere che non debba farsi necessariamente riferimento ad una media delle quotazioni del semestre, ma sia possibile utilizzare anche più limitati periodi di osservazione, a seconda delle circostanze e delle peculiari caratteristiche del titolo, sempre al fine di individuare il valore corrente della società emittente.

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

Come ricordato all'inizio del presente paragrafo, l'adozione del metodo delle quotazioni di borsa trova conforto anche nel disposto del sesto comma dell'art. 2441 del Codice Civile. Conseguentemente, in considerazione di tutto quanto sopra, l'adozione del metodo delle quotazioni di borsa appare, nelle circostanze, ragionevole e non arbitraria.

La scelta degli Amministratori di utilizzare valori medi di mercato, che consente di minimizzare i rischi derivanti da significative oscillazioni di breve periodo delle quotazioni di Borsa, appare conforme alle posizioni assunte dalla dottrina sin qui espressasi sul tema e alla prassi consolidata, oltre che coerente con le caratteristiche del titolo Alerion.

Gli Amministratori, con il supporto del consulente Equita SIM S.p.A., hanno osservato i prezzi di borsa del titolo Alerion negli ultimi 18 mesi, conducendo specifiche verifiche su differenti orizzonti temporali antecedenti alla data del 23 febbraio 2018, vale a dire la data in cui il Consiglio di Amministrazione ha deliberato la proposta di Aumento di Capitale. Tali verifiche hanno evidenziato la presenza di significative variazioni nei valori del titolo, che si è mosso in un ampio *range* compreso tra un minimo di Euro 1,53 ad un massimo di Euro 3,46: dette variazioni, secondo quanto riferito dagli Amministratori, sono principalmente connesse alle quattro offerte pubbliche che hanno interessato la Società a partire dall'agosto 2016 sino al mese di dicembre 2017.

Tenuto conto di quanto sopra, gli Amministratori, ai fini dell'osservazione della media rilevante per l'applicazione del criterio di borsa, hanno scelto di utilizzare un arco temporale di circa due mesi e mezzo di prezzi ufficiali di borsa delle azioni Alerion, precisamente dal 4 dicembre 2017 (data di fine periodo dell'ultima Offerta Pubblica che ha interessato la Società) e il 22 febbraio 2018 (giorno antecedente al Consiglio di Amministrazione che ha deliberato l'Aumento di Capitale): come segnalato nella Relazione, si tratta dell'orizzonte temporale recente più ampio durante il quale le azioni Alerion non sono state oggetto di OPA. In effetti, la ipotetica scelta di un orizzonte temporale più ampio avrebbe portato gli Amministratori ad includere nella media anche valori di borsa condizionati dagli effetti dell'annuncio e dell'avvio delle offerte.

Inoltre, la scelta di un orizzonte temporale più ampio, quale per esempio quello di sei mesi cui fa riferimento l'art. 2441, sesto comma, del Codice Civile, avrebbe potuto determinare il rischio di non incorporare informazioni sufficientemente aggiornate sul quadro dell'azienda e sulle tendenze di fondo dei mercati finanziari di riferimento. Viceversa, la scelta di un orizzonte temporale più ridotto avrebbe potuto riflettere significative oscillazioni di breve periodo delle quotazioni di borsa, anche eventualmente connesse ad eventi di natura straordinaria o speculativa. Considerato tutto quanto sopra, e tenuto conto delle specifiche motivazioni fornite dagli Amministratori sul punto, la decisione degli Amministratori circa l'orizzonte temporale di riferimento prescelto appare ragionevole e non arbitraria.

Si segnala peraltro che l'eventuale utilizzo da parte degli Amministratori sia del più ridotto arco temporale di un mese, sia di tutti gli archi temporali più estesi da essi considerati (tre, sei e dodici mesi), sia del prezzo puntuale riscontrato il giorno precedente alla deliberazione dell'Operazione (22 febbraio 2018) avrebbe in ogni caso condotto, come evidenziato nella Relazione, all'individuazione di valori inferiori (rispettivamente Euro 3,22, 3,24, 3,02, 2,98 e 3,22) rispetto a quello riveniente dall'intervallo prescelto (Euro 3,25). Pertanto, la scelta degli Amministratori risulta, nelle circostanze, tutelante per la posizione degli azionisti esclusi dal diritto di opzione, destinatari del presente parere, in quanto idonea a comportare l'emissione di un minor numero di azioni a fronte del conferimento, con conseguenti minori effetti diluitivi.

Con riferimento al calcolo della media del valore delle azioni nel periodo definito, il Consiglio di Amministrazione, tenendo conto della prassi e della dottrina in materia, ha deciso di utilizzare una media ponderata in base ai volumi scambiati, attribuendo quindi un maggior rilievo ai prezzi formati a fronte di maggiori volumi di negoziazione. Tale scelta degli Amministratori appare ragionevole.

Le analisi di sensitività da noi elaborate per valutare il possibile impatto di variazioni nelle differenti ipotesi e nei diversi orizzonti temporali, nell'ambito del metodo di valutazione adottato delle quotazioni di borsa, confermano la ragionevolezza e non arbitrarietà dei risultati raggiunti dagli Amministratori.

In accordo con la prassi e la tecnica professionale, il Consiglio di Amministrazione ha ritenuto opportuno ampliare il proprio approccio di analisi anche ai fini della possibile identificazione di spunti valutativi di controllo, con l'obiettivo di confortare la determinazione del prezzo di emissione, pari a Euro 3,25, effettuata sulla base della metodologia di borsa.

L'approccio metodologico degli Amministratori, volto a riscontrare la coerenza dei risultati della metodologia prescelta con le risultanze dell'applicazione di ulteriori spunti valutativi e criteri, sia fondamentali (*unlevered discounted cash flow* o UDCF) sia di mercato (multipli di borsa), risulta nelle circostanze ragionevole e non arbitrario.

A tal fine, gli Amministratori fanno riferimento alle valutazioni incluse nella *fairness opinion* emessa da EY S.p.A. in data 25 ottobre 2017 in occasione dell'ultima Offerta Pubblica che ha interessato la Società. I risultati di tali valutazioni, ritenuti ancora attuali dagli Amministratori in considerazione del breve lasso di tempo intercorso dalla data di emissione della richiamata *fairness opinion*, evidenziano un *range* di valore unitario delle azioni Alerion inferiore, anche in misura non trascurabile, rispetto al valore identificato con il metodo dei corsi di borsa, confermando, pertanto, il complessivo approccio tutelante dei diritti degli azionisti esclusi dal diritto di opzione adottato dagli Amministratori.

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

(i) In merito ai limiti ed alle difficoltà incontrati nello svolgimento del nostro incarico, si segnala quanto segue:

- le valutazioni basate sui corsi di borsa, pur se mitigate dal riferimento non già a dati puntuali bensì a medie relative ad archi temporali di diversa ampiezza, sono soggette all'andamento proprio dei mercati finanziari. L'andamento dei mercati finanziari e delle borse, sia italiani che internazionali, ha evidenziato una tendenza a presentare oscillazioni rilevanti nel corso del tempo soprattutto in relazione all'incertezza del quadro economico generale. Ad influenzare l'andamento dei titoli possono anche intervenire pressioni speculative in un senso o nell'altro, del tutto slegate dalle prospettive economiche e finanziarie delle singole società. L'applicazione del metodo delle quotazioni di borsa può individuare, pertanto, valori tra loro differenti, in misura più o meno significativa, a seconda del momento in cui si effettui la valutazione.

(ii) Si evidenziano inoltre i seguenti aspetti di rilievo:

- L'Aumento di Capitale, come anticipato, si inserisce nella più complessa Operazione meglio descritta al precedente paragrafo 2. In particolare, l'operazione strutturata dal Consiglio di Amministrazione prevede l'emissione da parte della Società delle nuove azioni attraverso un Aumento di Capitale con esclusione del diritto d'opzione ai sensi dell'art. 2441, quarto comma, primo periodo, del Codice Civile, a fronte del conferimento in natura delle Partecipazioni Oggetto di Conferimento. La struttura dell'operazione individuata dal Consiglio di Amministrazione, con particolare riferimento all'Aumento di Capitale, comporta, come ricordato nella Relazione, da un lato, (i) l'espressione da parte nostra del presente parere sulla congruità del prezzo di emissione delle azioni, ai sensi degli articoli 2441, sesto comma, del Codice Civile e 158 TUIF; nonché, dall'altro lato, (ii) la stima da parte del Perito del valore delle Partecipazioni Oggetto di Conferimento ai sensi degli articoli 2343-ter e 2343-quater del Codice Civile. Oggetto del presente parere sono esclusivamente le nostre considerazioni sull'adeguatezza, in termini di ragionevolezza e non arbitrarietà, nelle circostanze, dei criteri di determinazione del prezzo di emissione delle azioni descritti al paragrafo 3 della Relazione degli Amministratori, nonché sulla corretta applicazione dei sopra richiamati criteri;
- conseguentemente, nell'esaminare i criteri per la determinazione del prezzo di emissione delle azioni adottati dagli Amministratori, non abbiamo effettuato una valutazione economica delle Partecipazioni Oggetto di Conferimento. Il valore delle Partecipazioni Oggetto di Conferimento è, come anticipato, esclusivamente oggetto delle valutazioni effettuate dal diverso soggetto incaricato quale Perito ai sensi degli articoli 2343-ter e 2343-quater del Codice Civile, richiamate dagli Amministratori al paragrafo 4 della loro Relazione;

- gli Amministratori riferiscono che l'Operazione costituisce per Alerion un'operazione di maggiore rilevanza con parti correlate ai sensi del Regolamento OPC e della Procedura OPC. Pertanto, il Consiglio di Amministrazione ha approvato l'Operazione previo motivato parere favorevole del Comitato OPC, datato 23 febbraio 2018, sull'interesse di Alerion al compimento dell'Operazione, nonché sulla convenienza economica e sulla correttezza sostanziale dei relativi termini e condizioni, con il supporto della *fairness* opinion emessa dall'advisor EY S.p.A. in data 22 febbraio 2018. In data 2 marzo 2018 Alerion ha provveduto a pubblicare il relativo Documento Informativo redatto ai sensi dell'art. 5 del Regolamento OPC e dell'art. 11 della Procedura OPC, comprensivo del parere del Comitato OPC e della *fairness* opinion di EY S.p.A., richiamati al precedente paragrafo 4. Non rientrano ovviamente nell'oggetto del nostro parere considerazioni in ordine all'interesse della Società all'effettuazione dell'Operazione, oltre che alla convenienza e alla correttezza sostanziale delle relative condizioni;
- esula inoltre dalla nostra attività anche ogni considerazione circa le determinazioni degli Amministratori in ordine alla struttura dell'Operazione, ai relativi adempimenti, alla tempistica, all'avvio e all'esecuzione dell'Operazione stessa;
- dalla Relazione degli Amministratori non risultano vincoli di indisponibilità temporale per le azioni di nuova emissione, con conseguente piena facoltà dei Sottoscrittori, a seguito della consegna da parte della Società delle nuove azioni, di negoziare le suddette azioni sul mercato.

11. CONCLUSIONI

Tutto ciò premesso, sulla base della documentazione esaminata e delle procedure sopra descritte, tenuto conto della natura e portata del nostro lavoro indicate nella presente relazione, riteniamo che il criterio adottato dagli Amministratori sia adeguato, in quanto nelle circostanze ragionevole e non arbitrario, e che lo stesso sia stato correttamente applicato ai fini della determinazione del prezzo di emissione delle azioni pari a Euro 3,25 nell'ambito dell'Aumento di Capitale oggetto della presente relazione.

DELOITTE & TOUCHE S.p.A.



Carlo Congiu
Socio

Milano, 16 marzo 2018