

**HERA SPA
BOLOGNA**

**PARERE DELLA SOCIETA' DI REVISIONE SULLA
CONGRUITA' DEL PREZZO DI EMISSIONE DELLE AZIONI
PER AUMENTO DEL CAPITALE SOCIALE CON
ESCLUSIONE DEL DIRITTO DI OPZIONE AI SENSI DEGLI
ARTICOLI 2441 CC E 158, COMMA 1, DEL D. LGS. 24
FEBBRAIO 1998, N. 58 (T.U. DELLA FINANZA)**

PARERE DELLA SOCIETA' DI REVISIONE SULLA CONGRUITA' DEL PREZZO DI EMISSIONE DELLE AZIONI PER AUMENTO DEL CAPITALE SOCIALE CON ESCLUSIONE DEL DIRITTO DI OPZIONE AI SENSI DEGLI ARTICOLI 2441 CC E 158, COMMA 1, DEL D. LGS. 24 FEBBRAIO 1998, N. 58 (T.U. DELLA FINANZA)

Agli Azionisti di
Hera S.p.A.

1 MOTIVO, OGGETTO E NATURA DELL'INCARICO

Abbiamo ricevuto da Hera S.p.A. (di seguito "Hera" o la "Società"), società le cui azioni sono quotate nella Borsa Italiana, l'incarico di redigere ai sensi dell'articolo 158, comma 1, del D. Lgs. 24 febbraio 1998 n° 58, il parere sulla congruità del prezzo di emissione delle azioni al servizio dell'aumento del capitale sociale con esclusione del diritto di opzione, da deliberarsi da parte dell'assemblea straordinaria di Hera convocata in prima convocazione per il giorno 20 ottobre 2009 ed, occorrendo, in seconda convocazione per il giorno 21 ottobre 2009.

A tal fine, abbiamo ricevuto in data 27 agosto 2009 l'apposita Relazione del Consiglio di Amministrazione di Hera relativa alla proposta di aumento di capitale sociale, redatta ai sensi dell'art. 2441, comma 6 del Codice Civile e dell'art. 158 T.U. della Finanza nonché degli art. 70 e 90 del Regolamento Emittenti (Regolamento di attuazione del Decreto legislativo 24 febbraio 1998 n. 11971 del 14 maggio 1999 e successive modifiche). Nella Relazione, in attesa della relazione di stima ("Relazione di Stima") del dott. Stefano D'Orsi ("Perito") nominato dal Tribunale di Bologna ex art. 2343 del Codice Civile, il Consiglio di Amministrazione ha conferito mandato al Presidente, una volta ricevuta la Relazione di Stima, di procedere ad integrare e modificare la Relazione con l'indicazione puntuale del valore dei beni conferiti, determinando di conseguenza l'entità del deliberando aumento del capitale sociale e del relativo sovrapprezzo azioni.

In data 9 settembre 2009, abbiamo inoltre ricevuto il documento concernente le "Integrazioni del Presidente alla Relazione del Consiglio di Amministrazione" redatto ai sensi dell'art. 2441, comma 6 del Codice Civile e dell'art. 158 T.U. della Finanza nonché degli art. 70 e 90 del Regolamento Emittenti in forza del mandato sopraccitato.

Le relazione e il documento di integrazione (di seguito congiuntamente la "Relazione" o "Relazione del Consiglio di Amministrazione") unitamente considerati illustrano la proposta di aumento del capitale sociale a pagamento, con esclusione del diritto di opzione, riservato al Comune di Ferrara, a Holding Ferrara Servizi S.p.A. ("Holding Ferrara Servizi"), a Area Asset S.p.A ("Area Asset") e a Consorzio Azienda Multiservizi Intercomunale ("Con.Ami"), di seguito i "Conferenti", da liberarsi mediante il conferimento in natura costituito dalla partecipazione in Agea Reti S.r.l. ("Agea Reti") e dai rami di azienda relativi alle reti di distribuzione gas e teleriscaldamento (di seguito "Rami"), ai sensi dell'art. 2441, comma 4 del Codice Civile, nei termini dettagliati nella Relazione.

2 DESCRIZIONE DELL'OPERAZIONE

Come descritto nella Relazione, l'operazione nel suo complesso (di seguito "Operazione") consiste in un aumento di capitale di Hera riservato ai soggetti conferenti ("congiuntamente i Conferenti"), da liberarsi mediante il conferimento in natura delle seguenti attività ("Oggetto del Conferimento"):

Oggetto del conferimento	Soggetto Conferente
Partecipazione Agea Reti	- Comune di Ferrara 1% del C.S. - Holding Ferrara Servizi 59,28% del C.S.
Ramo Gas Area Asset	Area Asset
Ramo Gas e TLR Con.Ami	Con.Ami

L'Oggetto del Conferimento consiste nelle quote di Agea Reti e nei Rami rappresentati sostanzialmente dalle "reti tecniche" ("Reti" o anche "Asse") di distribuzione gas e teleriscaldamento.

Come ampiamente descritto nella Relazione, l'Operazione rientra in un progetto di razionalizzazione e rafforzamento della struttura impiantistica di Hera attraverso il conferimento di parte delle reti che sono ancora di proprietà di alcuni degli azionisti di Hera. Viene inoltre enfatizzata l'importanza strategica dei servizi di distribuzione e delle relative reti (in particolare quelle del gas) nell'attuazione del processo di crescita del gruppo Hera (di seguito anche "Gruppo").

Come descritto nella Relazione e sintetizzato nei paragrafi successivi, in linea con le risultanze della Relazione di Stima asseverata in data 2 settembre 2009 dal

Perito, il Consiglio di Amministrazione ha attribuito all'Oggetto del Conferimento un valore economico fra Euro 142.112.090, importo minimo in una prima ipotesi, ed Euro 143.983.090, importo massimo in una seconda ipotesi. Le due ipotesi derivano dall'eventualità che, prima dell'Operazione, si verifichi o meno la possibile acquisizione da parte di Area Asset degli impianti insistenti su nuove lottizzazioni di proprietà dei Comuni di Cervia e Ravenna.

Gli Amministratori della Società ci hanno successivamente attestato che l'acquisizione degli impianti sopraindicati da parte di Area Asset sarà perfezionata entro la data di Conferimento, a seguito di specifiche delibere emesse dai Comuni proprietari.

Il capitale sociale di Hera prima dell'Operazione, è suddiviso in 1.032.737.702 azioni del valore nominale di Euro 1.

A fronte del conferimento, nell'ipotesi di coincidenza con il valore economico massimo, l'aumento di capitale previsto è di complessivi Euro 143.983.090 mediante emissione di n. 82.276.052 azioni ordinarie, per un valore nominale unitario di emissione pari a Euro 82.276.052, con sovrapprezzo complessivo di Euro 61.707.038.

Nella Relazione è indicato che le azioni emesse al servizio del conferimento saranno messe a disposizione dei Conferenti a partire dal 1 dicembre 2009, data alla quale si vogliono far produrre gli effetti giuridici e fiscali dell'Operazione.

Si precisa che, pur essendo l'Operazione unitaria e contestuale nella sua progettazione e esecuzione, la stessa Operazione potrà essere anche eseguita in forma scindibile, ovvero nel caso in cui per qualsiasi ragione il conferimento da parte di uno dei soggetti non sia deliberato o perfezionato secondo i termini e le modalità previste dalla Relazione, si procederà comunque al conferimento da parte degli altri soggetti Conferenti.

3 NATURA E PORTATA DELLA PRESENTE RELAZIONE

La presente relazione ha la finalità di esprimere il nostro parere sulla congruità del prezzo di emissione delle azioni di Hera che siamo stati incaricati di emettere, in relazione alla funzione di controllo contabile conferitaci dagli Azionisti della Hera SpA

Al fine di fornire agli Azionisti idonee informazioni sull'aumento di capitale, la presente relazione indica i metodi seguiti dagli Amministratori per la sua determinazione e le eventuali difficoltà dagli stessi incontrate.

L'Operazione ha implicato per gli Amministratori, al fine di determinare il prezzo di emissione delle azioni, due processi valutativi distinti: il primo necessario per stimare il valore economico della società conferitaria (Hera), il secondo relativo alla valutazione dell'Oggetto del Conferimento.

Nell'esaminare il metodo di valutazione adottato dagli Amministratori, secondo quanto precisato nei successivi paragrafi, non abbiamo effettuato una valutazione economica di Hera e dell'Oggetto del Conferimento, in quanto non rientrante nel nostro incarico. Tale valutazione è stata svolta esclusivamente dagli Amministratori e deve essere unicamente considerata con riferimento alla prospettata Operazione.

Le conclusioni emerse dal lavoro da noi svolto ed esposte nella presente relazione sono inoltre basate sul complesso delle indicazioni e delle considerazioni in essa contenute; pertanto, nessuna parte della relazione potrà essere considerata o comunque utilizzata disgiuntamente dal documento nella sua interezza.

4 DOCUMENTAZIONE UTILIZZATA

Nello svolgimento del nostro incarico abbiamo ottenuto da Hera i documenti e le informazioni ritenute utili nella fattispecie. In particolare, abbiamo utilizzato la seguente documentazione:

- Relazione del Consiglio di Amministrazione di Hera del 27 agosto 2009, redatta ai sensi dell'art. 2441, comma 6 del Codice Civile e dell'art. 158 T.U. della Finanza nonché degli art. 70 e 90 del Regolamento Emittenti, nella quale, in mancanza dell'elaborato peritale asseverato dall'esperto nominato dal Tribunale ai sensi dell'art. 2440 del Codice Civile, il Consiglio di Amministrazione conferisce mandato al Presidente affinché, una volta ricevuto tale perizia, proceda ad integrare e modificare la relazione con l'indicazione dei valori dei beni conferiti.
- "Integrazioni del Presidente alla Relazione del Consiglio di Amministrazione" del 9 settembre 2009, redatta ai sensi dell'art. 2441, comma 6 del Codice Civile e dell'art. 158 T.U. della Finanza nonché degli art. 70 e 90 del Regolamento Emittenti, nella quale si propone di aumentare il capitale sociale per un valore economico massimo di Euro 143.983.090, come indicato nel precedente paragrafo 2.
- *Fairness Opinion* sulla congruità del rapporto di cambio, predisposta da *Merrill Lynch International*, allegata al documento di "Integrazioni del Presidente alla Relazione del Consiglio di Amministrazione";

- Relazione di stima ex art. 2343 del Codice Civile per il conferimento di partecipazioni e rami di azienda predisposta dal dott. Stefano D'Orsi e asseverata in data 2 settembre 2009;
- Documento predisposto dal Management di Hera "Conferimento *Asset Strategici*" illustrato al Consiglio di Amministrazione in data 9 settembre 2009;
- Documento predisposto dal Management di Hera "Aumento di capitale - Valutazione rapporto di cambio" presentatoci in data 17 settembre 2009 e relativo *file* di supporto contenente le analisi valutative predisposte dal Management di Hera;
- Perizie di stima del valore corrente di utilizzo alla data del 30 giugno 2009 degli *Asset* detenuti da Agea Reti, Con.Ami e Area *Asset* redatte da *American Appraisal Italia S.r.l.* in data 30 luglio 2009;
- Contratti di affitto ed eventuali addenda stipulati tra i Conferenti e Hera con riferimento agli *Asset* facenti parte l'Oggetto del Conferimento;
- Atti di risoluzione dei contratti di affitto indicati al punto precedente.
- Bilancio al 31 dicembre 2008 e bilancio sintetico al 30 giugno 2009 della società Agea Reti (non oggetto di revisione);
- Situazioni patrimoniali al 30 giugno 2009 dei Rami;
- Bilancio al 31 dicembre 2008 e relazione semestrale al 30 giugno 2009 di Hera S.p.A. ed ulteriori dati pubblici in merito alla società e al Gruppo;
- Ricerche ed analisi finanziarie recenti sul titolo Hera pubblicate da Broker e società di investimento;
- Prezzi storici e volumi di scambio delle azioni ordinarie di Hera;
- Ulteriori elementi contabili e statistici, nonché ogni altra informazione da noi ritenuta utile ai fini della presente relazione.

Abbiamo, inoltre, ottenuto attestazione che, per quanto a conoscenza degli Amministratori della Società, non sono intervenute modifiche significative né nella composizione né nel valore economico dell'Oggetto del conferimento, determinato nella misura massima di Euro 143.983.090, né ai dati ed alle informazioni presi in considerazione nello svolgimento delle nostre analisi, dalla data del Consiglio di Amministrazione del 27 agosto 2009 alla data odierna.

5 METODOLOGIE DI VALUTAZIONE ADOTTATE

Premessa

Ai fini della determinazione del numero di azioni di Hera da attribuire ai Conferenti, in considerazione delle diverse caratteristiche degli oggetti da valutare, gli Amministratori hanno ritenuto opportuno procedere alla valutazione economica principalmente attraverso i seguenti metodi:

- Hera: attraverso l'applicazione del metodo delle quotazioni di Borsa;
- Oggetto del Conferimento: attraverso il metodo patrimoniale, così come indicato nella Relazione di stima del Perito.

Le analisi sono state svolte con riferimento alla data del 30 giugno 2009.

Determinazione del valore economico di Hera

Ai fini di determinare il valore economico di Hera, gli Amministratori hanno proceduto utilizzando come base di valutazione il metodo delle quotazioni di Borsa.

Il valore è stato stimato in funzione della media tra le diverse quotazioni di Borsa rilevate in un periodo significativo che si conclude alla data del 30 giugno 2009, individuando valori minimi e massimi registrati dal titolo negli 1/3/6/12/18 mesi precedenti alla ultima data di rilevazione. E' stato inoltre tenuto conto dei *Target Prices* espressi dagli analisti con riferimento al titolo Hera.

Di seguito una tabella di sintesi dei prezzi analizzati dagli Amministratori:

Prezzi di borsa - data di riferimento 30 giugno 2009	Prezzo Ufficiale Media Semplice	Prezzo Ufficiale Media Ponderata
€		
1 mese	1,5825	1,5682
3 mesi	1,5261	1,5321
6 mesi	1,4414	1,4597
12 mesi	1,6918	1,7199
18 mesi	2,0280	2,1569

Quotazione	Valore per azione
€	
Target Price degli analisti	2,20
Prezzo di chiusura Borsa al 30/06/2009	1,73
Valore economico per azione	1,75

Fonte: Relazione del Consiglio

Dall'osservazione di tali prezzi e a seguito di un processo di condivisione con i Conferenti, gli Amministratori hanno determinato, ai fini dell'Operazione, un valore economico per azione di Hera di **Euro 1,75**.

Determinazione del valore economico dell'Oggetto del Conferimento

Con riferimento ad Agea Reti e ai Rami, il criterio di valutazione adottato dal Consiglio di Amministrazione di Hera, in coerenza con le indicazioni del Perito, si è basato principalmente sul valore patrimoniale dei diversi Asset, nonché dei debiti e dei crediti afferenti i rami stessi, determinati in base a situazioni patrimoniali contabili predisposte alla data del 30 giugno 2009.

I valori correnti dei diversi Asset sono stati supportati da apposite perizie predisposte da parte di *American Appraisal Italia S.r.l.*, società esperta in valutazioni di settore. Il valore corrente degli Asset è stato determinato, come da prassi di settore ed in considerazione della tipologia di beni, principalmente applicando il Metodo del Costo.

Si precisa che nella Relazione sono state considerate due ipotesi di valore economico dell'Oggetto del Conferimento e nello specifico con riferimento ad Area Asset. La Relazione illustra che le due ipotesi sono legate al realizzarsi dell'acquisizione da parte della società conferente degli ampliamenti delle reti gas su nuove lottizzazioni nei Comuni di Cervia e Ravenna, valorizzati rispettivamente in Euro 324.000 ed Euro 1.547.000.

Come indicato al paragrafo 2, gli Amministratori della società ci hanno attestato che tali acquisizioni saranno perfezionate entro la data del Conferimento, pertanto nella tabella seguente si riporta un riepilogo dei valori economici determinati dal Consiglio di Amministrazione e dal Perito nell'ipotesi massima:

Oggetto Conferimento	Soggetto Conferente	Valore economico
€		
Partecipazione in Agea Reti	Holding Ferrara Servizi	14.547.576
Partecipazione in Agea Reti	Comune di Ferrara	245.404
Ramo Gas _ Conami	Con.Ami	49.568.675
Ramo Gas _ Teleriscaldamento	Con.Ami	21.664.930
Ramo Gas _ Area Asset	Area Asset	57.956.504 *
Valore economico totale		143.983.090

* include i maggiori valori delle reti nei comuni di Cervia e Ravenna

Fonte: Relazione del Consiglio

6 DIFFICOLTA' DI VALUTAZIONE INCONTRATE DAL CONSIGLIO DI AMMINISTRAZIONE

Nello svolgimento delle valutazioni, al fine di determinare il prezzo di emissione delle azioni di Hera, il Consiglio di Amministrazione nella Relazione non ha comunicato di avere incontrato difficoltà.

7 RISULTATI EMERSI DALLA VALUTAZIONE EFFETTUATA DAL CONSIGLIO DI AMMINISTRAZIONE

Sulla base di quanto sopra, in considerazione del valore economico di Hera e dell'Oggetto del Conferimento, nell'ipotesi di inclusione dei maggiori valori delle reti delle due nuove lottizzazioni nei Comuni di Cervia e Ravenna, il Presidente della società, in forza del mandato conferitogli dal Consiglio di Amministrazione, ha sottoposto all'Assemblea degli Azionisti la proposta di aumento di capitale complessivo di Euro 143.983.090. In tale ipotesi Hera prevede di procedere ad un aumento di capitale sociale con esclusione del diritto di opzione, ai sensi dell'art. 2441, comma 4 del codice civile, in misura pari a **Euro 82.276.052** mediante emissione di un corrispondente numero di azioni del valore nominale di Euro 1 che saranno interamente assegnate ai Conferenti. Di conseguenza si determinerà un sovrapprezzo azioni di **Euro 61.707.038**.

Nella tabella seguente, si riepiloga l'assegnazione delle azioni in aumento di capitale ai diversi soggetti Conferenti.

Aumento di Capitale Sociale	N. Azioni
Holding Ferrara Servizi	8.312.901
Comune di Ferrara	140.231
Con.Ami	40.704.918
Area Asset	33.118.002 *
Totale	82.276.052

* include i maggiori valori delle reti nei comuni di Cervia e Ravenna

Fonte: Elaborazione dei dati contenuti nella Relazione del Consiglio

Con riferimento a quanto sopra, il Consiglio di Amministrazione precisa che gli eventuali valori del patrimonio netto contabile delle Conferenti nella consistenza che risulterà alla data in cui l'operazione produrrà i suoi effetti civilistici, rispetto al patrimonio netto contabile di conferimento, "saranno imputati a titolo di maggiore o minore sovrapprezzo e non daranno origine a conguaglio prezzo". Gli Amministratori ci hanno attestato che tale precisazione va intesa come irrilevanza

di qualsiasi modifica di valore dell'Oggetto del Conferimento, che possa verificarsi alla data in cui l'operazione produrrà i suoi effetti civilistici, sia rispetto a congruagli prezzo sia rispetto alla determinazione del valore dell'aumento di capitale che resterà comunque fisso ed invariato.

Nella Relazione del Consiglio si precisa che, ad esclusione di Area Asset, gli altri Conferenti sono tutti attualmente azionisti di Hera, nonché aderenti al Contratto di Sindacato di Voto e di disciplina dei trasferimenti azionari ("Patto"). Come descritto nella Relazione, l'Operazione non comporterà alcuna modifica sulla composizione rilevante dell'azionariato di Hera né sull'assetto di controllo.

8 LAVORO SVOLTO

Lavoro svolto sulla documentazione utilizzata

Con riferimento alla documentazione ottenuta, abbiamo svolto le seguenti attività:

- analisi e lettura critica della documentazione fornita da Hera;
- analisi della documentazione disponibile pubblicamente sul gruppo Hera e sul titolo;
- verifica a campione dei dati contenuti nella Relazione di Stima del Perito con i dati contabili di Hera, ove riportati;
- ottenuto attestazione che, per quanto a conoscenza degli Amministratori della Società, non sono intervenute modifiche significative né nella composizione né nel valore economico dell'Oggetto del Conferimento, determinato nella misura massima di Euro 143.983.090, né ai dati ed alle informazioni presi in considerazione nello svolgimento delle nostre analisi, dalla data del Consiglio di Amministrazione del 27 agosto 2009 alla data odierna
- verificato la coerenza dei dati utilizzati rispetto alle fonti di riferimento e alla "Documentazione utilizzata", come descritta nel precedente paragrafo 4.

Lavoro svolto sui metodi utilizzati per la determinazione del prezzo di emissione

Nel corso del nostro lavoro abbiamo svolto le seguenti procedure:

- analizzato la Relazione del Consiglio di Amministrazione di Hera (relazione e documento di integrazione);

- analizzato la presentazione predisposta dal Management di Hera ed illustrata nel corso del Consiglio di Amministrazione contenente alcune considerazioni sull'Operazione e sul valore economico;
- effettuato discussioni con il Management di Hera, in merito alle analisi valutative svolte, al fine di comprendere l'approccio utilizzato, le modalità e le scelte valutative adottate;
- effettuato discussione con funzionari di *Merrill Lynch International* per comprendere l'approccio utilizzato ed il lavoro svolto per l'emissione della *fairness opinion*;
- effettuato discussione con il Perito per comprendere l'approccio utilizzato ed il lavoro svolto;
- svolto una lettura critica delle perizie tecniche sugli Asset predisposte da *American Appraisal Italia S.r.l.*;
- verificato la completezza e la non contraddittorietà del procedimento seguito e delle motivazioni addotte dal Consiglio di Amministrazione di Hera nella determinazione del prezzo di emissione delle azioni;
- svolta un'analisi critica dei metodi di valutazione adottati dal Consiglio di Amministrazione onde riscontrarne il contenuto ragionevole, motivato e non arbitrario;
- verificato la correttezza matematica dei calcoli alla base delle valutazioni sviluppate dal Consiglio di Amministrazione per l'aumento di capitale;
- svolto alcuni test di sensitività nelle applicazioni metodologiche adottate dagli Amministratori al fine di comprenderne gli impatti sull'aumento di capitale.

9 COMMENTI SULL'ADEGUATEZZA DEI METODI UTILIZZATI

Con riferimento al nostro incarico riteniamo opportuno sottolineare che la finalità principale del procedimento decisionale degli Amministratori consiste nella determinazione del prezzo di emissione delle azioni a servizio del conferimento. Pertanto, tale stima non è utilizzabile per finalità diverse.

Ciò premesso, alcune considerazioni sui metodi di valutazione adottati sono di seguito riportate:

- pur in considerazione del tipo di Operazione e della necessità di garantire omogeneità di analisi, in considerazione delle diverse caratteristiche dell'Oggetto del Conferimento rispetto ad Hera, gli Amministratori hanno proceduto adottando metodologie valutative differenti: una metodologia patrimoniale per l'Oggetto del Conferimento ed una metodologia basata sulle quotazioni di Borsa per Hera;
- si precisa che l'Oggetto del Conferimento è sostanzialmente rappresentato da "reti tecniche" di distribuzione gas e teleriscaldamento. La scelta metodologica è pertanto legata alla rilevanza della componente "patrimoniale" sia nel caso dei Rami che nel caso di Agea Reti. Nel caso specifico si noti peraltro che tali Reti sono già utilizzate da Hera nel proprio business in virtù di contratti di affitto con i Conferenti;
- con riferimento ad Hera, gli Amministratori hanno determinato un valore economico principalmente sulla base dell'osservazione del prezzo del titolo in Borsa e prendendo in considerazione i *Target Price* espressi dagli analisti. Con riferimento al metodo utilizzato, si precisa che:
 - con riferimento ai periodi di osservazione dei prezzi, gli Amministratori hanno opportunamente valutato i recenti effetti negativi registrati dalle borse mondiali e nello specifico hanno analizzato l'andamento del titolo Hera;
 - il valore per azione di Hera determinato dagli Amministratori ai fini dell'Operazione è in linea con il prezzo del titolo in Borsa nei recenti mesi (non solo precedenti, ma anche successivi alla data di riferimento dell'Operazione). Gli amministratori ci hanno confermato che il titolo nei mesi recenti, oltre ad aver recepito la pubblicazione dei risultati semestrali 2009, ha mostrato una maggiore stabilità;
 - la significatività della capitalizzazione in Borsa di Hera è supportata dai livelli di liquidità del titolo, dall'ampio *coverage* da parte di analisti indipendenti sia italiani che internazionali (circa 12 uffici studi), dall'inclusione del titolo nell'indice *Dow Jones Stoxx 600* e nell'indice *ECPI Ethical Index Euro*;
 - i *Target Price* indicati dagli analisti rappresentano un riferimento del valore economico di Hera che includerebbe, oltre all'analisi del prezzo in Borsa, anche l'applicazione di metodologie basate sui flussi di cassa;
- pur avendo espressamente indicato nella Relazione il riferimento alla metodologia principale, in linea con la prassi gli Amministratori hanno analizzato anche i risultati derivanti dall'applicazione di metodologie di supporto sia per Hera che per l'Oggetto del Conferimento. In particolare, nel documento presentato al Consiglio di Amministrazione sono stati illustrati i risultati dell'applicazione di ulteriori metodologie: il metodo dei flussi di cassa attualizzati per Hera (al netto degli effetti del conferimento) e il metodo reddituale per l'Oggetto del Conferimento;

- a supporto delle considerazioni sul valore e a tutela degli azionisti, gli Amministratori sono stati confortati nelle loro analisi del valore dell'Operazione, oltre che dal Perito, da alcuni consulenti specializzati ed in particolare:
 - *American Appraisal Italia S.r.l.*, per la determinazione del valore corrente degli Asset facenti parte dei Rami e di Agea Reti;
 - *Merrill Lynch International* per l'emissione della fairness opinion sulla congruità del rapporto di cambio ai fini della determinazione dell'ammontare di azioni di nuova emissione (anche elaborando proprie metodologie e criteri);
- come evidenziato nella Relazione, l'Operazione non comporta modifiche sostanziali sulla composizione dell'azionariato rilevante di Hera né sull'assetto di controllo;
- l'Operazione è tesa ad un miglioramento del conto economico di Hera con un'operazione a valore aggiunto, volta a preservare la marginalità di lungo periodo del Gruppo e il radicamento sul territorio. In linea con la prassi, tali effetti positivi (primo fra tutti l'eliminazione dei canoni oggi pagati ai Conferenti per l'utilizzo degli Asset), come accennato ai precedenti punti, non sono stati considerati nella determinazione del valore economico della Società.

10 LIMITI SPECIFICI INCONTRATI NELL'ESPLETAMENTO DELL'INCARICO

Come sopra esplicitato, il Consiglio di Amministrazione non ha ritenuto opportuno evidenziare limiti specifici nello svolgimento delle analisi valutative nel contesto dell'Operazione.

Relativamente alle principali difficoltà e ai limiti da noi incontrati nello svolgimento del presente incarico, evidenziamo quanto segue:

- **Volatilità dei mercati:** le quotazioni di Borsa, pur rappresentando valori espressi dal mercato, sono soggette a fluttuazioni anche significative a causa della volatilità dei mercati, in maniera particolare con riferimento all'andamento dei mercati finanziari nell'esercizio 2009 e precedente. Tuttavia, l'utilizzo di quotazioni medie relative ad archi temporali sufficientemente estesi consente di attenuare l'effetto di oscillazioni dei corsi di Borsa;
- **Conguaglio prezzo:** come riportato nel precedente paragrafo 7 del presente documento, il Consiglio di Amministrazione ha precisato che, alla data in cui l'Operazione produrrà i suoi effetti civilistici, variazioni nella consistenza del patrimonio netto contabile dell'Oggetto del Conferimento "non saranno imputati a titolo di maggiore o minore sovrapprezzo e non daranno origine ad alcun

conguaglio in denaro". Come riportato al paragrafo 7, gli Amministratori ci hanno attestato che tale precisazione va intesa come irrilevanza di qualsiasi modifica di valore dell'Oggetto del Conferimento, che possa verificarsi alla data in cui l'operazione produrrà i suoi effetti civilistici, sia rispetto a conguagli prezzo sia rispetto alla determinazione del valore dell'aumento di capitale che resterà comunque fisso ed invariato. Ne consegue che eventuali variazioni nei valori economici conferiti alla data di effettuazione dell'Operazione rispetto a quelli presi a riferimento nelle Integrazioni del 9 settembre determinerebbero una variazione corrispondente nei valori conferiti ma non nel numero delle azioni emesse a indiretto concambio. La fissazione del valore dell'aumento di capitale, pur in presenza di eventuali riduzioni/aumenti di valore dell'Oggetto del conferimento potrebbe rappresentare un limite alla determinazione del prezzo di emissione. Alla data della nostra relazione, tale aspetto non ha comunque rilevanza, in quanto non vi sono state modifiche di valore economico nell'Oggetto del Conferimento, come attestatoci dagli amministratori.

Ai fini dell'espletamento del nostro incarico, riteniamo inoltre opportuno sintetizzare di seguito alcuni aspetti condivisi e discussi con la Direzione di Hera ed in parte descritti nel paragrafo 9 precedente:

- la diversità delle entità da valutare (Hera e l'Oggetto del Conferimento) e la scelta di procedere nell'applicazione di metodologie differenti;
- l'unicità della metodologia illustrata nella Relazione per le due entità pur in presenza di una più ampia analisi da parte degli Amministratori (contenuta nella documentazione illustrata nel corso del Consiglio del 27 agosto 2009).

Tali aspetti sono stati oggetto di attenta considerazione ai fini della predisposizione della presente relazione sulla congruità del criterio adottato per la determinazione del prezzo di emissione delle azioni.

11 CONCLUSIONI

Sulla base della documentazione esaminata e delle procedure sopra indicate, dei commenti sull'adeguatezza dei metodi utilizzati e dei limiti specifici incontrati nell'espletamento dell'incarico e tenuto conto della natura e portata del nostro lavoro, come illustrati nell'ambito della presente relazione, esprimiamo parere favorevole, ai sensi del sesto comma dell'articolo 2441 del Codice Civile e dell'articolo 158, primo comma del D. Lgs. 24 febbraio 1998, n. 58, sulla congruità del prezzo di emissione delle nuove azioni al servizio del conferimento fissato per l'approvazione dell'Assemblea degli Azionisti nella misura di Euro 1 (uno) per azione, pari al valore nominale, per un ammontare massimo di Euro 143.983.090, pari a n° 82.276.052 azioni, con un sovrapprezzo pari a Euro 61.707.038, in

relazione alla metodologia di determinazione di tale valore indicata nella Relazione del Consiglio di Amministrazione del 27 agosto 2009 e nelle Integrazioni del Presidente del Consiglio di Amministrazione del 9 settembre 2009.

Bologna, 2 Ottobre 2009

PricewaterhouseCoopers SpA



Edoardo Orlandoni
(Revisore contabile)