

RELAZIONE DEL PERITO SULLA CONGRUITÀ DEL PREZZO DI EMISSIONE DELLE AZIONI RELATIVE ALL'AUMENTO DI CAPITALE CON ESCLUSIONE DEL DIRITTO DI OPZIONE AI SENSI DELL'ART. 2441, QUINTO E SESTO COMMA, DEL CODICE CIVILE, E DELL'ART. 158, PRIMO COMMA, D. LGS. 58/98

Al Consiglio di Amministrazione e agli Azionisti di IREN S.p.A.

1. MOTIVO ED OGGETTO DELL'INCARICO

In relazione alla proposta di aumento di capitale sociale con esclusione del diritto di opzione ai sensi degli articoli 2441, quinto e sesto comma del Codice Civile e 158, primo comma, del D. Lgs. 58/98 ("TUF"), ho ricevuto dalla società IREN S.p.A. (di seguito "IREN" o la "Società") la relazione del Consiglio di Amministrazione della Società datata 5 dicembre 2017 predisposta ai sensi degli articoli 2441, quinto e sesto comma e 2443 del Codice Civile, nonché ai sensi dell'art. 72 del Regolamento adottato dalla Consob con delibera n. 11971 del 14 maggio 1999 e successive modifiche e integrazioni ("**Regolamento Emittenti**"), ed in conformità all'Allegato 3A, schemi n. 2 e n. 3 al medesimo Regolamento Emittenti (di seguito la "Relazione degli Amministratori"), 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 un'operazione di aumento del capitale sociale (di seguito anche l'"Aumento di Capitale") di IREN a pagamento e in via scindibile, per un numero massimo di n. 27.699.660 azioni ordinarie (le "Azioni di Nuova Emissione"), aventi le medesime caratteristiche delle azioni ordinarie in circolazione, la cui sottoscrizione e liberazione è riservata a tutti i soci di ACAM S.p.A. ("ACAM") che sottoscriveranno l'Accordo di Investimento (come di seguito definito) in via di finalizzazione ed approvazione, al prezzo di Euro 2,13 per ciascuna azione ordinaria IREN (il "Prezzo di Emissione"), di cui Euro 1,00 da imputare a capitale sociale ed Euro 1,13 a titolo di sovrapprezzo, con esclusione del diritto di opzione ai sensi dei commi 5 e 6 dell'articolo 2441 del Codice Civile.

L'Aumento di Capitale e la sua esecuzione sono sottoposti all'avveramento di alcune condizioni sospensive previste nell'Accordo di Investimento (come di seguito definito) e meglio descritte di seguito, fra cui, in particolare, la condizione per cui la media ponderata a 6 (sei) mesi del titolo IREN accertata il giorno antecedente la data di sottoscrizione dell'Aumento di Capitale sia compresa in un intervallo pari a Euro 1,59 per azione, quale valore minimo, e Euro 2,66 per azione, quale valore massimo (l'"Intervallo"), il tutto come meglio descritto di seguito. Detto Intervallo è stato determinato sulla base della volatilità annua storica del titolo IREN, pari a circa il 25%, che comporta un pari scostamento (massimo e minimo) rispetto al valore assunto dal titolo IREN alla

data di riferimento assunta dal Consiglio di Amministrazione della Società per la determinazione del Prezzo di Emissione, ponendo in tal modo una tolleranza massima di accettabilità circa l'evoluzione del titolo IREN nel periodo intercorrente fra tale data e la data di effettiva sottoscrizione dell'Aumento di Capitale.

E' importante ricordare, inoltre, che, come emerge dalla Relazione degli Amministratori, l'aumento di capitale in oggetto è, peraltro, subordinato :

- (i) all'effettiva vendita e trasferimento da parte di qualsiasi dei soci di ACAM in favore di IREN, ai sensi e per gli effetti dell'Accordo di Investimento (come di seguito definito), di una partecipazione complessiva in ACAM pari ad **almeno il 70%** del capitale di ACAM;
- (ii) alla sottoscrizione dell'Aumento di Capitale da parte di soci di ACAM che rappresentino complessivamente **almeno il 70%** del capitale di ACAM ante vendita delle azioni di ACAM ad IREN (i "Soci ACAM Sottoscrittori"). (di seguito, congiuntamente alla condizione di cui al paragrafo che precede, le "Condizioni Sospensive")

La sottoscrizione e la liberazione dell'Aumento di Capitale dovrà avvenire, a pena di decadenza, entro e non oltre il termine ultimo del 31 maggio 2018, fermo restando che gli importi dovuti da ciascun Socio ACAM Sottoscrittore a titolo di liberazione della rispettiva porzione di Aumento di Capitale sottoscritta potranno essere compensati dalla Società con il correlativo importo dovuto dalla stessa a ciascun Socio ACAM Sottoscrittore a titolo di pagamento del prezzo di acquisto della partecipazione in ACAM venduta alla Società.

L'Aumento di Capitale verrà eseguito senza la preventiva pubblicazione di un prospetto di offerta e quotazione in virtù delle esenzioni previste rispettivamente dalla lettera (a), comma 1, dell'articolo 34-ter e dalla lettera (a), comma 1, dell'articolo 57 del Regolamento Emittenti.

Si segnala altresì che l'Accordo di Investimento (come di seguito definito) prevede che, subordinatamente all'avveramento delle Condizioni Sospensive sopra indicate, alla data di esecuzione dell'Aumento di Capitale, al fine di fare stabilmente parte della compagine sociale della Società, i Soci ACAM Sottoscrittori dovranno aderire al patto parasociale attualmente in essere tra i soci pubblici azionisti di IREN (il "Patto IREN") e al sindacato di voto e blocco ivi disciplinato, apportandovi, ai medesimi termini e condizioni previsti nel Patto IREN, la totalità delle azioni di IREN sottoscritte nell'ambito dell'Aumento di Capitale ad essi riservato. Al riguardo, si evidenzia che il vigente Patto IREN impegna i soci paciscenti a vincolare stabilmente un quantitativo minimo di azioni IREN, pari al 40% del capitale sociale di IREN e a non cederle sul mercato, fino al terzo anniversario della data di efficacia del medesimo Patto IREN (ovvero il 9 maggio 2019), salvo che lo stesso venga rinnovato, nel qual caso il vincolo si estende per un ulteriore periodo di due anni.

Nell'ambito dell'operazione sopra descritta, il Consiglio di Amministrazione di IREN si è avvalso dell'attività di supporto di un Advisor esterno (di seguito l'"Advisor").

In riferimento all'Aumento di Capitale sopra descritto, il Consiglio di Amministrazione di IREN ha richiesto al sottoscritto, Prof. Alessandro Nova, Professore di finanza aziendale presso l'Università Bocconi di Milano, Dottore di ricerca in economia aziendale, Revisore contabile, iscritto all'elenco dei Revisori legali al numero 92995, Dottore Commercialista iscritto all'elenco speciale dell'Ordine dei Dottori Commercialisti di Milano e Lodi, ai sensi del combinato disposto dell'art. 2441, quinto e sesto comma, del Codice Civile e dell'art. 158, primo comma, TUF, il parere sull'adeguatezza dei criteri proposti dagli Amministratori di IREN ai fini della determinazione del Prezzo di Emissione delle Azioni di Nuova Emissione della Società.

2. SINTESI DELL'OPERAZIONE

Al fine di fornire un utile inquadramento del contesto in cui si colloca l'Aumento di Capitale, si riporta di seguito una sintesi delle informazioni contenute nella Relazione degli Amministratori al riguardo.

Gli Amministratori indicano come la proposta di aumento di capitale si collochi nell'ambito della deliberazione, assunta da parte dell'assemblea degli azionisti di IREN in data 9 maggio 2016 di attribuire al Consiglio di Amministrazione della Società, ai sensi dell'articolo 2443 del codice civile, per il periodo di 3 anni dalla data dell'assemblea, la delega (la "Delega") ad aumentare il capitale a pagamento e in una o più volte in via scindibile, fino ad un importo massimo complessivo di Euro 39.470.897 nominali, stabilendo l'eventuale sovrapprezzo, mediante emissione di azioni ordinarie, con esclusione del diritto di opzione ai sensi dell'art. 2441 del codice civile, da riservare in favore di soggetti pubblici (come definiti nell'art. 9.1 dello statuto di IREN).

La Delega conferita al Consiglio di Amministrazione della Società sulla base di detta deliberazione può essere esercitata (i) a fronte del conferimento in natura di partecipazioni e/o aziende e/o rami di azienda di titolarità di soggetti pubblici connessi con, o funzionali all'oggetto sociale della Società e delle società da questa partecipate ovvero, (ii) a fronte di conferimenti in denaro, a favore di soggetti pubblici che svolgano un'attività connessa con, o funzionale all'oggetto sociale della Società e delle società da questa partecipate.

In quest'ambito, al Consiglio di Amministrazione della Società è stata conferita ogni più ampia facoltà di individuare, di volta in volta, i destinatari dell'aumento di capitale riservato nell'ambito delle categorie sopra indicate e di stabilire, nel rispetto delle procedure richieste dalle disposizioni normative e regolamentari di volta in volta applicabili e dei limiti sopra indicati, il prezzo di emissione delle azioni, l'eventuale sovrapprezzo, nonché di definire i termini e le condizioni dell'aumento di capitale riservato.

Sotto un profilo strategico, la deliberazione precedentemente richiamata trova la principale motivazione nel voler dotare gli Amministratori di IREN di uno strumento flessibile, atto ad ampliare la base azionaria, al fine di consolidare e implementare la strategia di crescita della Società, tramite la conclusione di accordi con soggetti pubblici che possano apportare risorse connesse o funzionali all'attività condotta dal Gruppo IREN.

In particolare, al fine di conseguire gli obiettivi sopra descritti di allargamento della base azionaria della Società tramite la conclusione di accordi con soggetti pubblici apportanti risorse connesse o funzionali all'attività condotta dal Gruppo IREN, la Società ha partecipato, nel maggio 2017, alla procedura (la "Procedura") indetta con avviso pubblico del 28 marzo 2017 (l'"Avviso") da ACAM S.p.A. ("ACAM") per "l'individuazione di un operatore economico per l'attuazione della procedura trasparente di aggregazione societaria ed industriale di ACAM S.p.A.". Tale Procedura si pone lo scopo di individuare un operatore economico con cui conseguire una aggregazione avente l'obiettivo di realizzare gli obiettivi previsti dal piano industriale ottimizzato del Gruppo ACAM.

IREN ha partecipato alla Procedura presentando in data 22 maggio 2017 un'offerta (l'"Offerta") contenente, oltre alla dichiarazione di offerta economica, una proposta tecnica migliorativa del Piano Ottimizzato posto a base della Procedura, avente ad oggetto, tra l'altro:

- i) l'acquisizione dai soggetti pubblici soci di ACAM del 100% del capitale sociale di ACAM detenuto dagli stessi, a fronte del pagamento di un prezzo in denaro e, contestualmente...
- ii) la sottoscrizione, da parte di tutti o di parte degli azionisti di ACAM, di un aumento di capitale a pagamento, ad essi riservato, da deliberarsi dal Consiglio di Amministrazione della Società

in esecuzione della relativa Delega conferita dall'Assemblea dei soci di IREN in data 9 maggio 2016, per un importo non inferiore al 50% del prezzo offerto.

Alla luce delle valutazioni svolte, il prezzo indicato nell'Offerta di IREN per l'acquisizione del 100% del capitale sociale di ACAM è pari a Euro 59.000.359 (di seguito il "Prezzo ACAM").

In data 23 giugno 2017 l'Amministratore Unico di ACAM ha approvato gli esiti della valutazione condotta dalla commissione per la valutazione delle offerte pervenute e, su proposta della stessa commissione, ha individuato IREN quale soggetto con il quale realizzare l'aggregazione societaria e industriale di ACAM S.p.A. (l'"Aggiudicazione"). Successivamente all'Aggiudicazione, IREN e ACAM hanno proceduto a definire un accordo di investimento (di seguito l'"Accordo di Investimento") volto a disciplinare i termini e le condizioni dell'operazione di aggregazione societaria e industriale tra IREN, da un lato, e ACAM e i soggetti pubblici soci di ACAM, dall'altro lato (l'"Operazione di Aggregazione"), il quale è attualmente in fase di approvazione da parte degli organi competenti dei soggetti pubblici soci di ACAM.

In particolare, in linea con l'Offerta presentata da IREN e oggetto di Aggiudicazione, l'Accordo di Investimento in via di finalizzazione avrà ad oggetto, tra l'altro e nelle sue linee essenziali:

- i) la vendita e il trasferimento dai soggetti pubblici soci di ACAM in favore di IREN, subordinatamente all'avveramento di talune Condizioni Sospensive (come di seguito meglio descritte), di una partecipazione complessiva in ACAM pari ad almeno il 70% (settanta per cento) del capitale; e, al contempo
- ii) la contestuale sottoscrizione e liberazione in danaro, da parte di soci ACAM che abbiano venduto a IREN proprie azioni in ACAM e che rappresentino complessivamente almeno il 70% del capitale di ACAM ante vendita delle azioni ACAM ad IREN di un aumento di capitale ad essi riservato, deliberato dal Consiglio di Amministrazione di IREN in esecuzione della Delega dell'Assemblea dei soci della Società sopra menzionata;
- iii) la regolamentazione della corporate governance di Acam Acque S.p.A. ("Acam Acque"), società operante nei servizi idrici nella Provincia di La Spezia attraverso una concessione in scadenza al 31 dicembre 2033 e di Acam Ambiente S.p.A. ("Acam Ambiente"), società operante nella raccolta dei rifiuti solidi urbani nella Provincia di La Spezia attraverso una concessione in scadenza al 31 dicembre 2028, di modo tale che, per 10 anni sia mantenuta l'identità territoriale di dette società e la disciplina della rappresentanza dei Soci ACAM Sottoscrittori nei relativi organi gestori di Acam Acque e Acam Ambiente;
- iv) la razionalizzazione ed allineamento del modello organizzativo del Gruppo ACAM con il modello organizzativo e societario del Gruppo IREN in conformità a quanto proposto nell'Offerta, da attuarsi a valle dell'esecuzione dell'Operazione tramite (a) la fusione per incorporazione in IREN della società capogruppo ACAM, previa fusione per incorporazione in ACAM di In.Te.Gra S.r.l., società del Gruppo ACAM che si occupa della gestione informatica delle società del medesimo gruppo e, (b) l'allocazione delle controllate del Gruppo ACAM (ossia ACAM Acque, ACAM Ambiente e Centrogas) nelle società di business del Gruppo IREN e quindi rispettivamente in IRETI S.p.A., IREN Ambiente S.p.A. e IREN Mercato S.p.A..

L'esecuzione della compravendita sopra descritta e dell'aumento di capitale (l'"Esecuzione") sarà subordinata all'avveramento, entro il termine del 30 aprile 2018, in aggiunta alle Condizioni Sospensive sopra indicate, anche delle seguenti condizioni :

- 1) l'avvenuto rilascio dell'autorizzazione da parte dell'Autorità Garante della Concorrenza e del Mercato, senza imposizione di alcun onere o obbligo sull'aggiudicatario IREN e/o su

- ACAM e/o su alcuna delle società del Gruppo ACAM;
- 2) il rilascio del consenso in forma scritta da parte dei soggetti finanziatori del Gruppo ACAM a procedere, alla data di esecuzione, all'estinzione di tutte le garanzie rilasciate dalle società del Gruppo ACAM in connessione ai finanziamenti in essere con tali soggetti finanziatori a fronte del rimborso integrale alla data di esecuzione dell'ammontare residuo dei finanziamenti in essere;

Gli Amministratori hanno evidenziato, nella Relazione, che le Condizioni Sospensive sono apposte nell'interesse esclusivo di IREN, che potrà pertanto decidere se avvalersi o meno di tali condizioni in tutto o in parte.

In linea con quanto sopra, le motivazioni dell'Aumento di Capitale, che si inserisce nel solco dell'Operazione di Aggregazione sopra descritta, originano da molteplici fattori:

- a) l'integrazione del Gruppo IREN con il Gruppo ACAM, il cui bilancio consolidato al 31 dicembre 2016, riportava un valore della produzione di Euro 124 milioni, un EBITDA di Euro 33 milioni, ed un indebitamento finanziario netto di Euro 131 milioni;
- b) l'ingresso dei soggetti pubblici soci di ACAM nella compagine della Società attraverso la sottoscrizione dell'Aumento di Capitale consente alla Società (a) di limitare gli impatti sulla struttura finanziaria del Gruppo IREN derivanti dall'acquisizione del Gruppo ACAM, e (b) di poter dedicare le relative risorse a soddisfare i fabbisogni derivanti dall'implementazione del Piano Ottimizzato;
- c) l'integrazione del Gruppo ACAM nel Gruppo IREN consente la realizzazione di sinergie ed efficienze industriali nell'erogazione dei servizi idrici ed ambientali nei territori in cui opera il Gruppo ACAM, e la realizzazione del Piano Ottimizzato, che prevede significativi investimenti nei suddetti servizi, nonché il superamento dei limiti imposti dal piano di riassetto che il Gruppo ACAM aveva concordato, nell'ambito dell'accordo di ristrutturazione dei propri debiti sottoscritto, ai sensi dell'articolo 182-bis della Legge Fallimentare, il 12 luglio 2013 con alcuni istituti bancari creditori e omologato dal Tribunale di La Spezia in data 19 luglio 2013;
- d) l'arricchimento del portafoglio di concessioni del Gruppo IREN, con la possibilità di ambire, nei servizi idrici, a divenire l'operatore regionale ligure di riferimento e di consolidare, nei servizi ambientali, l'attuale posizionamento, nonché di espandere i servizi liberi grazie al brand ACAM, di grande notorietà, pregio e rilevante penetrazione nelle aree di riferimento;
- e) la conformità alle prescrizioni della Procedura trasparente indetta da ACAM con l'Avviso che richiedeva, tra l'altro, l'implementazione di una operazione di aggregazione societaria e industriale che garantisse la permanenza degli enti locali soci di ACAM nel capitale sociale del soggetto risultante dall'Operazione di Aggregazione.

Si segnala che i suddetti obiettivi sono stati inseriti nel piano industriale del Gruppo IREN (di seguito il "Piano Industriale") presentato al mercato il 14 novembre 2017 - che ha aggiornato il precedente piano industriale preso a riferimento in sede di Offerta e comunicato al mercato il 19 ottobre 2016 - dove sono previste significative operazioni straordinarie di acquisizione (M&A) nei territori di riferimento del Gruppo con un focus su 100 milioni di EBITDA addizionale (non inclusi nei numeri di piano in quanto non ancora finalizzate le operazioni in oggetto) per il perfezionamento di oltre 20 operazioni potenziali di dimensioni medio-piccole (in aggiunta all'eventuale EBITDA addizionale derivante dall'operazione ACAM).

A questo riguardo, è bene sottolineare che l'esecuzione della compravendita e dell'aumento di capitale a questa associato, che definiscono la complessiva Operazione di Aggregazione tra IREN e ACAM non possono essere valutate come una semplice operazione finanziaria. L'integrazione in

oggetto ha, infatti, come obiettivo strategico la generazione di sinergie operative e di mercato di lungo periodo, ad oggi non pienamente valorizzate, destinate ad incrementare il valore degli asset di entrambe le società.

Alla luce di quanto sopra quindi, l'Aumento di Capitale e la connessa Operazione di Aggregazione risultano del tutto coerenti con il perseguimento degli obiettivi strategici del Piano Industriale di IREN e consentono il raggiungimento di un primo, significativo, risultato.

3. EFFETTI DELL'AUMENTO DI CAPITALE SULL'AZIONARIATO DI IREN

Gli effetti dell'aumento del capitale sull'azionariato (ante aumento di capitale) di IREN possono essere valutati:

- i) sotto il profilo della numerosità delle azioni in funzione delle percentuali di controllo della Società;
- ii) sotto il profilo dei valori del patrimonio netto contabile e di *equity* per azione;
- iii) sotto il profilo del prezzo delle azioni rispetto ai soci esclusi dal diritto di opzione.

Poiché, come emerge dalla Relazione degli Amministratori, l'Aumento di Capitale in oggetto, ai sensi e per gli effetti dell'Accordo di Investimento, risulta subordinato, tra l'altro, alla condizione che la relativa sottoscrizione avvenga da parte dei Soci ACAM Sottoscrittori che rappresentino, complessivamente, almeno il 70% del capitale di ACAM prima della vendita delle azioni di ACAM ad IREN, l'effetto ai fini della diluizione delle quote azionarie sul capitale sociale sarà variabile.

Sotto il profilo della numerosità delle azioni e delle percentuali di partecipazione, nelle tavole seguenti abbiamo valutato l'effetto di diluizione corrispondente alla sottoscrizione da parte del 100% degli azionisti di ACAM ("Scenario di Adesione Massima") che viene ad assumere un valore pari al 2,26% del capitale sociale con diritto di voto. Nel caso, invece, di una quota di sottoscrizione da parte di Soci ACAM che rappresentino il 70% del capitale di ACAM prima della vendita delle azioni di ACAM ad IREN ("Scenario di Adesione Minima"), l'effetto di diluizione sarebbe pari al 1,60% sulle azioni con diritto di voto.

Azionariato IREN Pre-Aumento di Capitale

	Azioni al 30/6/2017 (Mln)	Azioni in % su Totale azioni IREN	Azioni in % su Totale azioni ordinarie IREN
FSU	425,0	33,30%	35,54%
Comune di Reggio Emilia	91,4	7,16%	7,65%
Comune di Parma	41,2	3,23%	3,44%
Comune di Piacenza	19,8	1,55%	1,65%
Altri comuni emiliani	75,0	5,87%	6,27%
Totale azioni soci pubblici	652,3	51,11%	54,55%

Mercato	543,4	42,58%	45,45%
Totale azioni ordinarie	1.195,7	93,69%	100,00%

FCT - Azioni di risparmio	80,5	6,31%	
Totale azioni IREN	1.276,2	100,00%	

Azionariato IREN Post-Aumento di Capitale (ipotesi sottoscrizione al 100%)

	Azioni al 30/6/2017 (Mln)	Azioni in % su Totale azioni IREN	Azioni in % su Totale azioni ordinarie IREN
FSU	425,0	32,59%	34,74%
Comune di Reggio Emilia	91,4	7,01%	7,47%
Comune di Parma	41,2	3,16%	3,36%
Comune di Piacenza	19,8	1,52%	1,62%
Altri comuni emiliani	75,0	5,75%	6,13%
Soci ACAM sottoscrittori	27,7	2,12%	2,26%
Totale azioni soci pubblici	680,0	52,15%	55,58%

Mercato	543,4	41,67%	44,42%
Totale azioni ordinarie	1.223,4	93,83%	100,00%

FCT - Azioni di risparmio	80,5	6,17%	
Totale azioni IREN	1.303,9	100,00%	

Diluizione massima sulle azioni ordinarie	2,26%
--	--------------

Azionariato IREN Post-Aumento di Capitale (ipotesi sottoscrizione al 70%)

	Azioni al 30/6/2017 (Mln)	Azioni in % su Totale azioni IREN	Azioni in % su Totale azioni ordinarie IREN
FSU	425,0	32,80%	34,98%
Comune di Reggio Emilia	91,4	7,06%	7,52%
Comune di Parma	41,2	3,18%	3,39%
Comune di Piacenza	19,8	1,53%	1,63%
Altri comuni emiliani	75,0	5,79%	6,17%
Soci ACAM sottoscrittori	19,4	1,50%	1,60%
Totale azioni soci pubblici	671,7	51,84%	55,28%

Mercato	543,4	41,94%	44,72%
Totale azioni ordinarie	1.215,1	93,79%	100,00%

FCT - Azioni di risparmio	80,5	6,21%	
Totale azioni IREN	1.295,6	100,00%	

Diluizione minima sulle azioni ordinarie	1,60%
---	--------------

Sotto il profilo dei valori di patrimonio netto, invece, ove l'Aumento di Capitale sia interamente sottoscritto da tutti i soci di ACAM, il patrimonio netto del Gruppo IREN si incrementerà di Euro 59 milioni mentre, ove l'Aumento di Capitale sia sottoscritto dalla percentuale minima sopra indicata di soci ACAM che rappresentino il 70% del capitale di ACAM ante vendita delle azioni ACAM alla Società, il patrimonio netto della Società si incrementerà di un importo pari a Euro 41,3 milioni. L'entità dell'Aumento di Capitale non risulta significativa rispetto al patrimonio netto della Società (pari al 30 settembre 2017 a Euro 2.063 milioni) e potrà determinare un aumento dello stesso, nel caso dello Scenario di Adesione Massima, di circa il 2,86%. Nell'ipotesi di adesione minima l'aumento di patrimonio netto sarà nell'ordine del 2%.

Sotto il profilo dell'equity per azione, l'effetto di incremento di tale variabile per gli azionisti esclusi dal diritto di opzione sarà del +0,7% nel caso di adesione massima e del +0,5% nel caso di adesione minima.

Da ultimo, è utile evidenziare l'esistenza di eventuali effetti diluitivi per gli azionisti esclusi dal diritto di opzione rispetto al prezzo delle azioni alla data di chiusura dell'Accordo. E' bene sottolineare come tale effetto sia soltanto stimabile, in quanto ACAM non esprime prezzi di mercato. Considerando, quindi, il prezzo di emissione determinato dagli azionisti e il prezzo registrato alla data convenzionale di finalizzazione dell'Accordo di Investimento (20 novembre 2017), l'eventuale effetto di diluizione degli azionisti esclusi dal diritto di opzione risulta pari allo 0,29% nel caso di massima adesione, e allo 0,20% nel caso di adesione minima. Tale effetto risulta dunque trascurabile in entrambi i casi e corrobora il prezzo definito da parte degli Amministratori.

Peraltro, è bene ricordare che l'emissione delle nuove azioni contiene un limite implicito ad eventuali effetti di diluizione rappresentato dalla condizione che la media ponderata a 6 (sei) mesi del titolo IREN accertata il giorno antecedente la data di sottoscrizione dell'Aumento di Capitale sia compresa all'interno dell'Intervallo.

Con riferimento ai possibili sottoscrittori, considerato che l'Aumento di Capitale è interamente riservato ai Soci ACAM Sottoscrittori, in conformità a quanto sopra indicato, non sono previsti consorzi di garanzia e/o di collocamento né altre forme di collocamento in relazione alle Azioni di Nuova Emissione rinvenienti dall'Aumento di Capitale.

4. NATURA E PORTATA DEL PRESENTE PARERE

Il presente parere di congruità, emesso ai sensi degli articoli 2441, sesto comma, del Codice Civile e 158, primo comma, del D. Lgs. 58/98, ha la finalità di rafforzare l'informativa a favore degli Azionisti esclusi dal diritto di opzione, ai sensi dell'art. 2441, quinto e sesto comma del Codice Civile, in ordine alle metodologie adottate dagli Amministratori per la determinazione del Prezzo di Emissione delle Azioni di Nuova Emissione ai fini del previsto Aumento di Capitale.

Più precisamente, il presente parere di congruità evidenzia 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.

Peraltro, nell'esaminare i metodi di valutazione adottati dagli Amministratori, non abbiamo effettuato una valutazione economica della Società, che è stata svolta esclusivamente dagli stessi Amministratori.

5. DOCUMENTAZIONE ANALIZZATA

Nello svolgimento del nostro lavoro abbiamo ottenuto direttamente dalla Società i documenti e le informazioni ritenuti utili nella fattispecie. Più in particolare abbiamo ottenuto e analizzato la seguente documentazione:

- relazione illustrativa del Consiglio di Amministrazione della Società del 5 dicembre 2017 predisposta ai sensi dell'art. 2441, quinto e sesto comma, del Codice Civile e dell'art. 72 del Regolamento Emittenti;
- verbale del Consiglio di Amministrazione della Società del 5 dicembre 2017 che ha deliberato di approvare la Relazione degli Amministratori;
- Relazione illustrativa degli Amministratori per l'assemblea degli azionisti di IREN S.p.A., in data 9 maggio 2016, che ha deliberato di attribuire al Consiglio di Amministrazione la Delega all'aumento del capitale a pagamento;
- Statuto della Società, per le finalità di cui al presente incarico;
- Estratto dei patti parasociali comunicati alla CONSOB ai sensi dell'art. 122 del d.lgs. 24.2.1998, n. 58 contenente la regolamentazione dei sindacati di voto e di blocco e le condizioni di intrasferibilità delle azioni;
- documentazione di dettaglio predisposta dall'*Advisor* a supporto della valutazione formulata da parte del Consiglio di Amministrazione;
- Documento contenente la bozza, in via di finalizzazione, dell'Accordo di Investimento da sottoscrivere, a seguito della, e subordinatamente alla, approvazione della medesima da parte di IREN e di tutti i soci di ACAM che aderiranno al progetto di aggregazione;
- Documento di determinazione, formulato dall'*Advisor*, del prezzo di offerta formulato per l'acquisto delle azioni di ACAM in sede di Procedura;
- bilanci d'esercizio e consolidato di IREN al 31 dicembre 2016;
- relazione finanziaria semestrale al 30 giugno 2017 di IREN;
- relazione intermedia di gestione al 30 settembre 2017 di IREN;
- *business plan* del gruppo IREN relativo al periodo 2017-2022 ("Piano Economico-Finanziario"), approvato dal Consiglio di Amministrazione di IREN in data 13 novembre 2017;
- dati sull'andamento dei prezzi di mercato delle azioni IREN registrate sul Mercato Telematico Azionario di Borsa Italiana negli orizzonti di osservazione definiti dagli Amministratori (12 mesi precedenti, 6 mesi precedenti, 3 mesi precedenti, 1 mese precedente le date di osservazione) ed altre informazioni quali volatilità del titolo e volumi di scambio giornalieri (fonte: Bloomberg);
- Report di valutazione degli analisti finanziari contenenti la determinazione dei *target price* di IREN;

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

Abbiamo inoltre ottenuto specifica ed espressa attestazione, mediante lettera rilasciata dalla Società in data 10 dicembre 2017, che, per quanto a conoscenza degli Amministratori e della Direzione di IREN, non sono intervenute variazioni rilevanti, né fatti e circostanze che rendano opportune modifiche significative ai dati e alle informazioni prese in considerazione nello svolgimento delle nostre analisi e/o che potrebbero avere impatti significativi sulle valutazioni.

6. METODI DI VALUTAZIONE ADOTTATI DAL CONSIGLIO DI AMMINISTRAZIONE PER LA DETERMINAZIONE DEL PREZZO DI EMISSIONE DELLE AZIONI

Nell'ipotesi di esclusione del diritto di opzione ai sensi dell'art 2441, quinto e sesto comma, del Codice Civile, il sesto comma del medesimo articolo statuisce che il prezzo di emissione delle azioni sia determinato dagli Amministratori *“in base al valore del patrimonio netto, tenendo conto, per le azioni quotate in borsa, anche dell'andamento delle quotazioni dell'ultimo semestre”*.

Con riferimento 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. Il valore contabile non rappresenta, infatti, se non in casi estremamente rari, una corretta espressione del valore di mercato o valore economico del capitale netto della società. Inoltre, con 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, bensì anche a più limitati periodi di riferimento, a seconda delle circostanze e delle peculiari caratteristiche del titolo, sempre al fine di individuare il valore di mercato corrente, e non soggetto a fenomeni di distorsione, della società emittente.

Come riportato nella loro Relazione, gli Amministratori, in considerazione delle caratteristiche dell'Offerta e dell'Aumento di Capitale al servizio della stessa, hanno deliberato di fissare il Prezzo di Emissione delle nuove azioni rivenienti dall'Aumento di Capitale in misura pari al prezzo di borsa delle azioni IREN rilevato alla data di Aggiudicazione, ovvero al 23 giugno 2017.

Più in particolare gli Amministratori, come rilevato al paragrafo 4.1 della loro Relazione, sebbene abbiano assunto il prezzo del titolo IREN alla data di Aggiudicazione sopra indicata come il criterio prevalente per la determinazione del Prezzo di Emissione, hanno altresì:

- i) verificato l'andamento del titolo IREN successivamente alla data di Aggiudicazione ed in prossimità con il completamento delle negoziazioni e la finalizzazione dell'Accordo di Investimento – convenzionalmente fissato al 20 novembre 2017.
- ii) fatto ricorso a metodi di controllo ampiamente seguiti dalla prassi valutativa quali il metodo DCF (Unlevered Discounted Cash Flow), il metodo dei multipli di borsa e il metodo dei *Target Price*.
- iii) tenuto conto, nelle proprie valutazioni, dei vincoli che graveranno sui Soci ACAM Sottoscrittori affinché gli stessi possano fare stabilmente parte della compagine sociale della Società, dato che, ai sensi dell'Accordo di Investimento, gli stessi dovranno aderire, alla data di Esecuzione, al Patto IREN e al sindacato di voto e di blocco ivi disciplinato, apportandovi, ai medesimi termini e condizioni previsti nel Patto IREN, la totalità delle azioni di IREN sottoscritte nell'ambito dell'Aumento di Capitale ad essi riservato. Al riguardo, si evidenzia che il vigente Patto IREN impegna i soci paciscenti a vincolare stabilmente un quantitativo minimo di azioni IREN, pari al 40% del capitale sociale di IREN e a non cederle sul mercato, fino al terzo anniversario della data di efficacia del

medesimo Patto IREN (ovvero il 9 maggio 2019), salvo che lo stesso venga rinnovato, nel qual caso il vincolo si estende per un ulteriore periodo di due anni.

I risultati forniti dal metodo principale sono dunque stati sottoposti a controllo attraverso l'applicazione di criteri finanziari e di metodologie di mercato alternative al metodo principale.

Metodo principale: le quotazioni di borsa

Come rilevato dagli Amministratori, il metodo delle quotazioni di borsa consiste nel riconoscere alla società oggetto di valutazione un valore pari a quello attribuitole dal mercato nel quale le sue azioni sono trattate, individuando negli effettivi prezzi espressi dal mercato un indicatore del valore del capitale economico. Tale criterio ipotizza l'efficienza del mercato in cui l'azienda è quotata e si traduce nella possibilità di identificare il valore economico della stessa con il valore espresso dai corsi borsistici, rilevati in opportuni periodi temporali. Il corso azionario di un titolo può essere infatti considerato un indicatore affidabile del valore del capitale economico, qualora le quotazioni si riferiscano a titoli caratterizzati da:

- (i) un livello significativo di flottante;
- (ii) un livello significativo di volumi scambiati;
- (iii) una ridotta volatilità.

La tabella di seguito riportata evidenzia le medie di prezzo ponderate per i volumi di IREN in vari periodi di riferimento, presi in considerazione dagli Amministratori:

IREN S.p.A.									
	Prezzi ufficiali (Euro)	Min	Max	Somma volumi	Turnover ^(*)	Prezzi medi ponderati (Euro)	Turnover velocity ^(**)	Volatilità 260D	Flottante/azioni emesse - %
23/06/2017	2,13	2,13	2,13	1.575.033	3.356.850	2,13	0,1%	24,3%	49,6%
Media 30 giorni	2,15	2,10	2,19	57.996.969	124.921.105	2,15	4,9%	25,3%	50,8%
Media 60 giorni	2,08	1,92	2,19	133.289.158	275.299.999	2,07	11,1%	25,4%	51,0%
Media 90 giorni	2,03	1,88	2,19	188.784.455	381.901.675	2,02	15,7%	25,3%	51,1%
Media 180 giorni	1,81	1,49	2,19	324.783.675	603.812.679	1,86	28,0%	25,7%	50,9%

^(*) Fonte: Bloomberg. Il turnover giornaliero è calcolato moltiplicando i volumi scambiati giornalmente per i prezzi ufficiali giornalieri.

^(**) Fonte: Bloomberg. La turnover velocity è calcolata come controvalore degli scambi (turnover) / capitalizzazione media dell'intervallo di riferimento

IREN S.p.A.									
	Prezzi ufficiali (Euro)	Min	Max	Somma volumi	Turnover ^(*)	Prezzi medi ponderati (Euro)	Turnover velocity ^(**)	Volatilità 260D	Flottante/azioni emesse - %
23/06/2017	2,13	2,13	2,13	1.575.033	3.356.850	2,13	0,1%	24,3%	49,6%
20/11/2017	2,46	2,46	2,46	5.179.535	12.743.180	2,46	0,4%	20,3%	49,6%
Media 30 giorni	2,39	2,29	2,47	64.639.406	155.255.436	2,40	5,4%	21,9%	49,6%
Media 60 giorni	2,33	2,23	2,47	111.898.329	263.147.197	2,35	9,4%	22,3%	49,6%
Media 90 giorni	2,32	2,23	2,47	151.584.802	354.771.456	2,34	12,8%	22,6%	49,6%
Media 180 giorni	2,23	2,00	2,47	270.807.758	610.123.347	2,25	22,9%	23,3%	49,9%
Media 360 giorni	1,95	1,36	2,47	574.624.346	1.140.515.508	1,98	48,9%	24,7%	50,3%

^(*) Fonte: Bloomberg. Il turnover giornaliero è calcolato moltiplicando i volumi scambiati giornalmente per i prezzi ufficiali giornalieri.

^(**) Fonte: Bloomberg. La turnover velocity è calcolata come controvalore degli scambi (turnover) / capitalizzazione media dell'intervallo di riferimento

Come riportato nella loro Relazione, gli Amministratori, in considerazione delle caratteristiche dell'Offerta e dell'Aumento di Capitale al servizio della stessa, hanno fissato il Prezzo di Emissione delle nuove azioni rivenienti dall'Aumento di Capitale in misura pari al prezzo di borsa delle azioni IREN rilevato alla data di Aggiudicazione, ovvero al 23 giugno 2017.

Secondo gli Amministratori, dal confronto tra il prezzo del titolo IREN alla data di Aggiudicazione,

ritenuto, nelle specifiche circostanze, rappresentativo del valore economico della Società, ed i prezzi medi ponderati del titolo stesso nei vari periodi presi a riferimento per le stime di medie periodiche a partire dal 20 novembre 2017, emerge un differenziale negativo da intendersi quale sconto di liquidità la cui giustificazione trae origine dagli accordi di limitazione alla trasferibilità delle Azioni di Nuova Emissione in sottoscrizione da parte dei Soci ACAM Sottoscrittori.

E' utile ricordare come emerge dalla relazione degli Amministratori, che esiste un vincolo di indisponibilità temporale per le nuove azioni emesse, regolato nell'ambito dell'Accordo di Investimento. Il vincolo in oggetto, che grava sui soci ACAM Sottoscrittori, richiede che, ai sensi dell'Accordo di Investimento, gli stessi debbano aderire, alla data di Esecuzione, al Patto IREN e al sindacato di voto e di blocco ivi disciplinato, apportandovi, ai medesimi termini e condizioni previsti nel Patto IREN, la totalità delle azioni di IREN sottoscritte nell'ambito dell'Aumento di Capitale ad essi riservato. Tale Patto impegna i soci aderenti a vincolare stabilmente un quantitativo minimo di azioni IREN, pari al 40% del capitale sociale di IREN e a non cederle sul mercato, fino al terzo anniversario della data di efficacia del medesimo Patto IREN (ovvero il 9 maggio 2019), salvo che lo stesso venga rinnovato, nel qual caso, in assenza di recesso da parte del socio, il vincolo si estende per un ulteriore periodo di due anni (ovvero al 9 maggio 2021).

Questo limite alla negoziabilità delle azioni di nuova emissione influenza, ovviamente, il prezzo da attribuirsi alle azioni stesse. Le azioni in oggetto, infatti, devono riflettere una minore appetibilità rispetto ad azioni liberamente trasferibili, in quanto viene esclusa, ad esempio, la possibilità di cederle in presenza di "finestre" di valore particolarmente favorevoli, nel corso del periodo di *lock up*. In sostanza, viene esclusa, per queste azioni, un'opzione di vendita nel corso del periodo di intrasferibilità e questo ne determina, necessariamente, uno sconto rispetto al valore teorico.

In relazione alla quantificazione di tale sconto, si rileva che la dottrina aziendalistica italiana fa riferimento a studi basati sul mercato statunitense, che analizzano specifiche emissioni di titoli azionari effettuate al di fuori dei mercati organizzati, con il vincolo di detenere in portafoglio tali titoli per un determinato lasso temporale (c.d. *restricted stocks*).

In particolare, tali studi pongono a confronto i prezzi dei titoli di società quotate acquisiti nell'ambito di *private placement*, ai sensi della Rule 144 della SEC, con le quotazioni di borsa. Questi titoli (definiti *restricted stocks*) non sono negoziabili sino a che non vengono registrati. I prezzi ai quali vengono scambiati questi titoli incorporano, effettivamente, un sconto per la loro ridotta negoziabilità (c.d. sconto per mancanza di liquidità).

Nello specifico, è stato stimato da parte degli Amministratori quanto sarebbe lo sconto di *lock up* applicabile per un investitore razionale che investe oggi nel titolo IREN S.p.A., vincolandosi a non trasferire il titolo per i prossimi 18 mesi.

Gli studi condotti in anni sufficientemente recenti¹ riguardo allo sconto di liquidità relativo alle *restricted stocks* conducono a definire uno sconto di liquidità medio pari al 17%. Tale sconto, confermato anche dall'analisi dell'*Advisor* degli Amministratori di IREN, è stato, dunque utilizzato da parte degli Amministratori per la rettifica dei valori rivenienti dai metodi di controllo successivamente applicati.

¹ Il numero di studi sull'argomento è più numeroso, ma alcuni di tali studi si riferiscono ad anni eccessivamente lontani e risultano dunque scarsamente significativi in quanto riferiti a contesti di mercato strutturalmente diversi. Va peraltro sottolineato che gli studi più lontani registrano sconti mediamente più elevati, che renderebbero i valori calcolati attraverso i metodi di controllo addirittura più ridotti di quelli evidenziati nella Relazione degli Amministratori.

Restricted stocks

Autore	Periodo analizzato		Sconto
Bajai, Denis, Ferris, Sarin	1990	1995	7%
Johnson	1991	1995	20%
Finnerty	1991	1997	20%
Columbia Financial Advisory (1)	1996	1997	21%
Columbia Financial Advisory (2)	1997	1998	13%
FMV Opinions, Inc	1980	2000	22%
Media			17%

I metodi di controllo

a) Metodo dei Flussi di Cassa Operativi Scontati (Discounted Cash Flow - Sum of Parts)

La metodologia dei Flussi di Cassa Operativi Scontati (*Discounted Cash Flow*) è stata adottata dagli Amministratori come primo metodo di controllo. Tale metodologia si basa sull'apprezzamento dei flussi di cassa operativi futuri della società oggetto di stima. I *cash flow* sono definiti come il flusso di cassa netto *unlevered* generato dalle attività operative e disponibile ai prestatori di capitale (debito e *equity*) dopo il reinvestimento nelle attività operative della società oggetto di valutazione.

Nell'applicazione della metodologia *Discounted Cash Flow* sono state utilizzate le proiezioni economico-finanziarie derivate dal Piano Industriale di IREN, comunicato al mercato in data 13 novembre 2017, relative alle diverse business unit che compongono il gruppo IREN, ed in particolare: IREN Holding, Ambiente, Energia, Mercato, Reti. La valutazione è stata sviluppata apprezzando il contributo delle società/*Business Unit* in via separata, al fine di attribuire parametri valutativi rappresentativi sia della diversa capacità di generare flussi finanziari operativi che dei differenti gradi di rischiosità associabili alle società/*Business Unit* oggetto di valutazione.

Gli Amministratori hanno altresì stimato il *terminal value* che tiene in considerazione ipotesi di crescita di lungo periodo dell'1,5%, mentre il costo medio ponderato del capitale (*Weighted Average Cost of Capital*, "WACC") è stato determinato in modo differenziato, rispetto ai diversi settori di operatività, a valori compresi tra il 5,3% e il 6,9%.

Ai fini della sua determinazione gli Amministratori hanno preso in considerazione il profilo di rischio del settore, determinato in funzione del beta *unlevered* calcolato sulla base di un *panel* di società *comparabili*, analiticamente individuata per ciascun settore. Sempre seguendo il criterio della differenziazione dei parametri valutativi per ciascuna società/*Business Unit*, è stata inoltre ipotizzata una struttura del capitale coerente con la struttura finanziaria media ("struttura finanziaria di mercato") rilevata con riferimento ai diversi panel di società comparabili.

Ai fini della determinazione di un intervallo di valori per le diverse società/*Business Unit*, inoltre, gli Amministratori hanno calcolato il valore derivante dall'applicazione di una analisi di sensitività basata su ipotesi di variazione (limitata) di due dei parametri utilizzati nella valutazione, e segnatamente: WACC e tasso di crescita atteso.

Sulla base di tale analisi e considerata anche l'applicazione di uno sconto di liquidità nell'ordine del 17%, come precedentemente discusso, dall'applicazione del metodo SOP ("*Sum of parts*") si perviene ad un valore per azione di IREN compreso in un intervallo fra 1,92 Euro e 2,45 Euro.

E' utile sottolineare che il valore emergente dall'applicazione del metodo (principale) delle quotazioni di borsa si colloca all'interno del suddetto intervallo.

b) Metodo dei multipli di mercato

In aggiunta a quanto sopra, gli Amministratori hanno utilizzato, quale ulteriore metodo di controllo, quello dei multipli di borsa o di mercato. Il metodo dei Multipli di Mercato è stato adottato quale metodo di controllo allo scopo di verificare la ragionevolezza dei risultati rivenienti dall'applicazione del metodo delle quotazioni di borsa.

Detto metodo si basa sull'analisi di un campione di società quotate, operanti nell'ambito dello stesso settore di attività in cui opera l'emittente oggetto di valutazione ("Multipli di Borsa"). Le società ritenute comparabili con IREN sono *public utilities* operanti in Italia. Le società considerate sono state Acea S.p.A., A2A S.p.A. e HERA S.p.A., tutte con caratterizzate da attività fortemente simili a quelle di IREN. Si è considerato quale moltiplicatore di riferimento il multiplo EV/EBITDA *rolling* al 30 giugno 2017.

Ai fini dell'applicazione della sopra citata metodologia, per ognuna delle società del campione è stato derivato il multiplo di valore, calcolato come il rapporto tra l'*enterprise value* e un indicatore finanziario considerato significativamente correlato ed in grado di influenzare tale valore, individuato nell'EBITDA societario. Una volta calcolato il multiplo EV/EBITDA per ciascuna delle società del campione, ne è stata calcolata la media ed il multiplo è stato applicato alla metrica di IREN secondo la formula:

$$EV_{IREN} = [EV/EBITDA]_{Comparables} \cdot EBITDA_{IREN}$$

Così da giungere alla determinazione dell'*enterprise value* di IREN sulla base dei parametri espressi dal mercato. In particolare, il multiplo così ottenuto, pari a 7,8, è stato applicato all'EBITDA *rolling* di IREN al 30 giugno 2017.

Inoltre, nello sviluppo della valutazione, al fine di riflettere la limitazione alla trasferibilità delle Azioni di Nuova Emissione che verranno sottoscritte da parte dei Soci ACAM, si è adottato lo sconto di liquidità nell'ordine del 17%, come già indicato in precedenza.

Con riferimento alla metodologia di valutazione basata sui multipli di mercato è bene considerare come tale metodo venga comunemente assunto, nella prassi professionale, esclusivamente quale metodo di controllo, in considerazione del fatto che si tratta di una metodologia "sintetica" di valutazione attraverso comparables (contrapposta a metodologie analitiche quali, ad esempio, quelle legate ai DCF, *unlevered* e *levered*) e che tende ad assumere una combinazione di parametri "medi" e dunque, necessariamente più approssimativi.

In tale prospettiva il Multiplo EV/EBITDA è stato valutato dagli Amministratori come indicativo e a solo scopo di riferimento e di controllo.

L'applicazione del metodo dei multipli di mercato ha portato a determinare il corrispondente valore implicito di IREN, come evidenziato nella tabella di seguito riportata:

	Multiplo	Valore implicito per Azione IREN*
Minimo	7,2 x	1,87
Medio	7,8 x	2,20
Massimo	8,3 x	2,49

* *Al netto dello sconto di liquidità*

Dall'applicazione del metodo dei Multipli di Mercato si perviene ad un valore medio per azione di IREN nell'ordine di 2,20 Euro. Lo scostamento tra il valore emergente dal metodo di controllo, come sopra descritto, ed il metodo principale, è nell'ordine del 3%, e si colloca in un ambito di ragionevolezza.

Peraltro, è utile sottolineare come il valore determinato dal metodo principale si collochi, come nel caso del metodo DCF-SOP, all'interno della forchetta tra il valore massimo e minimo definito dal metodo dei multipli di borsa.

c) Metodo dei Target Price

Un ulteriore metodo di controllo applicato, prudenzialmente, dagli Amministratori, è rappresentato dalla comparazione del prezzo riveniente dal metodo principale con le stime degli analisti finanziari che seguono il titolo IREN. Le stime prese a riferimento sono state pubblicate nel corso del mese di novembre 2017.

Come di consueto, i Target Price del titolo IREN sono stati rettificati al fine di riflettere la limitazione alla trasferibilità delle Azioni di Nuova Emissione che verranno sottoscritte da parte dei Soci ACAM. Come già discusso in precedenza, è stato adottato, da parte degli Amministratori, uno sconto di liquidità nell'ordine del 17%.

Dall'applicazione del metodo dei Target Price si perviene ad un valore per azione di IREN nell'ordine di 2,18 Euro. Lo scostamento tra il valore riveniente dal metodo di controllo, come sopra descritto, ed il metodo principale, è nell'ordine del 2,3%, e si colloca in un ambito di ragionevolezza.

	Valore per Azione IREN
Minimo	1,82
Medio	2,18
Massimo	2,40

Anche in questo caso, è utile sottolineare come il valore determinato dal metodo principale si collochi all'interno della forchetta tra il valore massimo e minimo definito dal metodo dei *target price*, come nei casi precedenti.

7. DIFFICOLTÀ DI VALUTAZIONE RICONTRATE DAL CONSIGLIO DI AMMINISTRAZIONE

Gli Amministratori, nella Relazione, hanno segnalato le motivazioni che sono state adottate per la determinazione del Prezzo di Emissione delle Azioni di Nuova Emissione, che costituisce la principale difficoltà del processo valutativo, e non hanno segnalato limitazioni nell'ambito del processo di valutazione di IREN.

8. RISULTATI EMERSI DALLA VALUTAZIONE EFFETTUATA DAL CONSIGLIO DI AMMINISTRAZIONE

Sulla base delle analisi svolte dal Consiglio di Amministrazione, gli Amministratori hanno dunque ritenuto di determinare il Prezzo di Emissione delle Azioni di Nuova Emissione nell'ambito dell'Aumento di Capitale in oggetto, in:

Euro 2,13 per azione

ovvero in misura pari al prezzo di borsa delle azioni IREN rilevato alla data di Aggiudicazione, al 23 giugno 2017.

Dal punto di vista dei risultati, la tavola seguente sintetizza i prezzi rivenienti dei metodi di valutazione applicati dagli Amministratori, sia di quello principale che dai metodi di controllo.

Metodo principale	2,13
--------------------------	-------------

Metodi di controllo

	Minimo	Medio	Massimo
DCF-SOP	1,92		2,45
Multipli di Borsa	1,87	2,20	2,49
Target Price	1,82	2,18	2,40

9. LAVORO SVOLTO

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

- Esaminato la Relazione illustrativa degli Amministratori per l'assemblea degli azionisti di IREN S.p.A., tenuta in data 9 maggio 2016, che ha approvato di attribuire al Consiglio di Amministrazione la delega all'aumento del capitale a pagamento;
- esaminato il verbale del Consiglio di Amministrazione della Società del 5 dicembre 2017 che approva la Relazione degli Amministratori;
- svolto una lettura critica della Relazione degli Amministratori e, in particolare, dei metodi di valutazione di IREN adottati dagli Amministratori al fine di riscontrarne l'adeguatezza, nelle circostanze, sotto il profilo di ragionevolezza e non arbitrarietà;
- esaminato, per le finalità di cui al presente lavoro, lo Statuto vigente della Società;
- analizzato, sulla base di discussioni con gli Amministratori, il lavoro svolto dagli Amministratori stessi e dall'*Advisor* per l'individuazione dei criteri di determinazione del Prezzo di Emissione delle Azioni di Nuova Emissione onde riscontrarne l'adeguatezza, in quanto, nelle circostanze, ragionevoli, motivati e non arbitrari;
- riscontrato la completezza e non contraddittorietà delle motivazioni del Consiglio di Amministrazione riguardanti i metodi valutativi da esso adottati ai fini della fissazione del Prezzo di Emissione delle Azioni di Nuova Emissione nell'ambito dell'Aumento di Capitale;
- considerato gli elementi necessari ad accertare che tali metodi fossero tecnicamente idonei, nelle specifiche circostanze, a determinare il Prezzo di Emissione delle Azioni di Nuova Emissione nell'ambito dell'Aumento di Capitale;
- verificato la coerenza dei dati utilizzati con le fonti di riferimento, ivi compresa la documentazione utilizzata descritta nel precedente paragrafo 5 ("Documentazione utilizzata"), nonché verificato la correttezza aritmetica dei calcoli effettuati;
- analizzato l'andamento delle quotazioni di borsa delle azioni IREN al 23/6/2017 (data di Aggiudicazione) e al 20/11/2017 (data assunta come riferimento per la Relazione da parte degli Amministratori), a tal fine, calcolando la media ponderata delle quotazioni del titolo rilevato in alle due date e nei diversi intervalli di 30 giorni, 60 giorni, 90 giorni, 180 giorni e 360, nonché verificata l'accuratezza dei conteggi effettuati da questi ultimi;

- con riferimento ai corsi di Borsa, analizzato altre informazioni quali, a titolo esemplificativo, il periodo temporale di riferimento, la significatività dei prezzi considerati, la tipologia di media usata, le caratteristiche e la significatività del flottante, la volatilità del titolo e i volumi medi giornalieri;
- svolto analisi critiche circa i metodi di controllo al fine di considerare la ragionevolezza delle conclusioni degli Amministratori, nelle specifiche circostanze, anche alla luce delle mie conoscenze scientifiche;
- condotto incontri con l'*Advisor*, al fine di approfondire gli aspetti più rilevanti relativi alla valutazione di IREN e all'Operazione di Aggregazione ed al fine di acquisire ogni altro elemento utile all'espletamento del mio incarico;
- discusso con il *management* di IREN, ferme restando le incertezze ed i limiti connessi ad ogni tipo di elaborazione previsionale, il *budget* e il Piano Economico-Finanziario allo scopo di verificare la ragionevolezza delle assunzioni su cui si fondano;
- svolto autonome analisi di sensibilità nell'ambito del metodo DCF adottato dagli Amministratori per la valutazione di IREN, anche con l'obiettivo di verificare quanto i risultati possano essere influenzati da variazione nei parametri assunti;
- raccolto, attraverso colloqui con i manager della Società, informazioni circa gli eventi verificatisi dopo la predisposizione del Piano Economico-Finanziario, con riferimento a eventuali fatti o circostanze che possano avere un effetto significativo sulle assunzioni sottostanti le elaborazioni del piano stesso, sui dati e sulle informazioni prese a considerazione nello svolgimento delle nostre analisi, nonché sui risultati delle valutazioni;
- 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 di Aggregazione e agli altri elementi presi in considerazione.

10. COMMENTI E PRECISAZIONI SULL'ADEGUATEZZA DEI METODI DI VALUTAZIONE ADOTTATI DAGLI AMMINISTRATORI PER LA DETERMINAZIONE DEL PREZZO DI EMISSIONE DELLE AZIONI

In via preliminare, è opportuno ricordare che oggetto del presente parere di congruità è l'Aumento di Capitale con esclusione del diritto di opzione al servizio dell'Offerta.

La Relazione degli Amministratori illustra al par. 2.1 l'Aumento di Capitale in esame, al par. 2.2 le motivazioni di tale operazione, al paragrafo 2.3 la destinazione e, nel capitolo 4, le scelte metodologiche effettuate dagli stessi Amministratori ed il processo logico seguito ai fini della determinazione del Prezzo di Emissione delle azioni al servizio del suddetto Aumento di Capitale. Al riguardo, in considerazione delle specifiche caratteristiche dell'Operazione di Aggregazione, esprimiamo di seguito le nostre considerazioni sull'adeguatezza, in termini di ragionevolezza e non arbitrarietà, dei metodi di valutazione adottati dagli Amministratori ai fini dell'individuazione, nelle circostanze, del Prezzo di Emissione delle Azioni di Nuova Emissione, come riportati nel paragrafo 4.1 della Relazione, nonché sulla loro corretta applicazione.

Gli Amministratori hanno provveduto ad individuare il Prezzo di Emissione delle nuove azioni

nell'ambito dell'Aumento di Capitale facendo in primo luogo riferimento, quale metodologia principale, alle quotazioni di borsa del titolo IREN.

- 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 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 criterio delle quotazioni di borsa preso a riferimento dagli Amministratori per la determinazione del Prezzo di Emissione 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 di indiscusso rilievo per la valutazione di società quotate. Le quotazioni di borsa esprimono infatti, di regola, il valore attribuito dal mercato alle azioni oggetto di negoziazione e conseguentemente forniscono indicazioni rilevanti in merito al valore della società cui le azioni si riferiscono, in quanto riflettono tutte le informazioni a disposizione degli analisti e degli investitori, nonché le aspettative degli stessi circa l'andamento economico e finanziario della società.
- Come ampiamente riconosciuto dalla prassi valutativa e dalla dottrina, i valori delle quotazioni di borsa costituiscono un punto di riferimento più o meno significativo anche in considerazione delle specifiche caratteristiche del titolo. In mercati finanziari efficienti, i prezzi delle azioni che si vengono a formare per società dotate di caratteristiche, in termini di valori scambiati, volatilità e flottante, analoghe a quelle di IREN, tendono a rifletterne il valore economico.
- Nel caso in oggetto, anche in considerazione della specifica destinazione dell'Aumento di Capitale, volto a rendere disponibili le azioni necessarie ai fini dell'Offerta, appare nel complesso ragionevole la scelta degli Amministratori di fare in primo luogo riferimento ad una metodologia “diretta” di mercato, quale quella delle quotazioni di borsa, anche considerate le caratteristiche del titolo IREN alla luce dei dati presentati al precedente capitolo 6 con riferimento al metodo delle *quotazioni di borsa*.
- Nell'ambito della metodologia di borsa prescelta come principale, gli Amministratori hanno ritenuto di identificare il Prezzo di Emissione delle nuove azioni sulla base del prezzo di borsa del titolo IREN rilevato in una singola giornata di contrattazioni, e precisamente al 23/6/2017 (data di Aggiudicazione), in quanto significativo del momento di rilevazione del valore delle azioni con riferimento all'Accordo di Investimento.
- Gli Amministratori, nell'ambito delle valutazioni di loro pertinenza, hanno inoltre svolto ulteriori analisi delle quotazioni del titolo azionario IREN in diversi periodi di osservazione, calcolando la media dei corsi di borsa del titolo in diversi orizzonti temporali (30 giorni, 60 giorni, 90 giorni, 180 giorni e 360 giorni) successivi rispetto alla data del 23/6/2017, ed in particolare alla data del 20/11/2017. Al fine di valutare l'esistenza e la misura di un eventuale effetto diluitivo per gli azionisti esclusi dal diritto di opzione. Tale effetto è stato sostanzialmente escluso, come documentato al paragrafo 3 precedente.

- La scelta degli Amministratori di determinare un prezzo puntuale basato sulle quotazioni di borsa riferite ad una data specifica (la data di Aggiudicazione) è anche giustificata dalle specifiche caratteristiche all'Accordo di investimento (in via di finalizzazione). In sostanza, infatti, il valore delle azioni emesse riflette, tra le altre, le condizioni di equilibrio sul mercato tra i valori di IREN ed ACAM alla data di offerta circa le azioni di ACAM. Questa considerazione vale, di per sé, come condizione di garanzia circa la valorizzazione delle azioni della Società nell'ottica della tutela degli interessi patrimoniali degli azionisti di IREN esclusi dal diritto di opzione. Peraltro, va anche ricordato come, legandosi l'Accordo di Investimento all'allargamento della base azionaria della Società tramite la conclusione di un accordo con un soggetto pubblico che apporta risorse funzionali all'attività condotta dal Gruppo IREN, l'aggregazione derivante da tale operazione è destinata a generare sinergie di lungo periodo che favoriranno tutti i soci di IREN, anche quelli esclusi dal diritto d'opzione.
- Le analisi di sensibilità 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, nonché l'analisi dell'accuratezza, anche matematica, della metodologia di borsa utilizzata e del calcolo del Prezzo di Emissione confermano la ragionevolezza e non arbitrarietà dei risultati raggiunti dagli Amministratori.
- In accordo con la prassi e la tecnica professionale, il Consiglio di Amministrazione di IREN ha ritenuto opportuno ampliare il proprio approccio di analisi, sviluppando metodologie valutative di controllo al fine di confortare la determinazione del Prezzo di Emissione, pari a Euro 2,13 sulla base della metodologia dei prezzi di borsa. L'approccio metodologico degli Amministratori, volto a riscontrare la coerenza dei risultati della metodologia prescelta con le risultanze dell'applicazione di ulteriori criteri fondamentali (DCF-SOP) e di mercato (Multipli di mercato di imprese comparabili e *target price*), risulta nelle circostanze ragionevole e non arbitrario.
- In particolare, sotto un primo profilo, gli Amministratori hanno sviluppato la metodologia dei Flussi di Cassa Operativi Scontati basato sull'approccio "sum of the parts" (DCF-SOP), applicato alle diverse società/*business unit* che compongono il gruppo IREN, al fine di riscontrare che il Prezzo di Emissione fosse coerente anche con le risultanze di metodologie valutative fondamentali. L'applicazione di tale metodo alle diverse *business unit* ha consentito di determinare il valore sulla base delle specifiche prospettive e condizioni di rischio che caratterizzano le diverse attività svolte da IREN. Il metodo DCF risulta di ampio utilizzo nella prassi aziendalistica internazionale e rientra tra i metodi basati sui flussi di cassa prospettici, riconosciuti dalla migliore dottrina. La scelta effettuata dagli Amministratori nell'ambito della metodologia di raffronto è pertanto da ritenersi, nelle circostanze, ragionevole e non arbitraria. A tale proposito, nella Relazione vengono sintetizzati il procedimento valutativo svolto dagli Amministratori e le motivazioni sottostanti le scelte effettuate per l'individuazione dei differenti parametri. Ai fini della determinazione del tasso da impiegare per l'attualizzazione dei flussi di cassa prospettici nell'ambito del metodo DCF, gli Amministratori hanno fatto riferimento ad un costo medio ponderato del capitale ("WACC") stimato in un intervallo compreso tra il 5,3% e il 6,9% (per le diverse *business unit*), sulla base della metodologia del CAPM (*Capital Asset Pricing Model*). Con riferimento al valore operativo, la Società ha inoltre considerato per la stima del *terminal value* un tasso di crescita nell'intorno dell'1,5%. Gli approcci utilizzati dagli Amministratori sia per la determinazione del WACC, sia per la scelta del tasso di crescita, sono da ritenersi ragionevoli e in linea con la prassi professionale.
- Gli Amministratori hanno evidenziato come il valore di IREN riveniente dalle quotazioni di

mercato si collochi al centro del *range* risultante dall'applicazione della metodologia dei Flussi di Cassa Operativi Scontati (compreso tra Euro 1,92 e Euro 2,45), a riprova del fatto che anche il metodo di controllo dei DCF-SOP conferma pienamente il valore determinato secondo il metodo principale dei prezzi di mercato. Pertanto, nelle specifiche circostanze, la verifica del prezzo di emissione formulato dagli Amministratori ha condotto alla conferma del fatto che il metodo scelto, la metodologia di applicazione, e i risultati, risultano ragionevoli e non arbitrari. Nella fattispecie, lo scostamento del valore medio espresso dal metodo DCF-SOP dal prezzo definito dagli Amministratori risulta estremamente contenuto in termini percentuali.

- D'altra parte, le analisi di sensibilità che ho autonomamente elaborato per apprezzare l'impatto di variazioni nelle differenti ipotesi e nei parametri assunti dagli Amministratori nell'ambito della metodologia DCF-SOP evidenziano un *range* di risultati al centro del quale si posiziona anche il Prezzo di Emissione. Pertanto, in considerazione del contesto sopra richiamato, pare nel complesso ragionevole la scelta degli Amministratori di ritenere che il prezzo di emissione stabilito sulla base della metodologia principale trovi conforto anche dalla metodologia DCF-SOP.
- Il Prezzo di Emissione riveniente dalla metodologia di borsa è stato inoltre oggetto di ulteriore verifica da parte degli Amministratori attraverso lo sviluppo del criterio dei multipli di mercato di società *comparabili*, comunemente adottato quale metodo di controllo nella migliore prassi valutativa. L'analisi ha evidenziato un *range* di valori, da un minimo di Euro 1,87 a un massimo di Euro 2,49, e con una media di Euro 2,20. Nella fattispecie, il prezzo definito dagli Amministratori si colloca al centro di tale intervallo di valori e lo scostamento del valore medio espresso dal metodo dei multipli di società comparabili rispetto a tale prezzo risulta contenuto in termini percentuali. In sostanza, dunque, le risultanze di detto metodo di controllo, come sopra rappresentate, paiono nel complesso fornire un'ulteriore indicazione di ragionevolezza e non arbitrarietà del metodo principale.
- Da ultimo, il Prezzo di Emissione definito è stato oggetto di ulteriore verifica da parte degli Amministratori attraverso lo sviluppo del criterio dei *target price*, utilizzato dalla prassi professionale quale metodo di controllo. L'analisi ha evidenziato un *range* di valori, da un minimo di Euro 1,82 a un massimo di Euro 2,40, e con una media di Euro 2,18. Anche in questo caso, come peraltro nei precedenti, il prezzo definito dagli Amministratori si colloca al centro del *range* dei valori e lo scostamento del valore medio rispetto al valore definito con il metodo dei prezzi di borsa risulta estremamente contenuto, nell'ordine del 2,2%. Le risultanze di detto metodo di controllo risultano dunque fornire ancora una volta una indicazione di ragionevolezza e non arbitrarietà del metodo principale adottato.

Tutti gli aspetti sopra commentati sono stati tenuti in opportuna considerazione ai fini dell'emissione del presente parere di congruità.

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

- i) In merito alle difficoltà ed ai limiti incontrati nello svolgimento del mio incarico, è utile segnalare quanto segue:
 - le valutazioni basate su metodi che utilizzano variabili e parametri di mercato, come il

metodo delle quotazioni di borsa, sono soggette all'andamento proprio dei mercati finanziari. 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. Peraltro, è possibile che la notizia dell'operazione in oggetto e degli effetti attesi circa i futuri risultati e le sinergie generate dall'integrazione abbiano influenzato, pur se in misura limitata, data la ridotta dimensione degli *asset* di ACAM rispetto a quelli di IREN, il prezzo di IREN successivamente all'annuncio dell'operazione. L'applicazione del metodo delle quotazioni di borsa, quale metodologia prescelta dagli Amministratori, può individuare, pertanto, valori tra loro differenti, in misura più o meno significativa, a seconda del momento in cui si effettui la valutazione;

- le valutazioni effettuate dal Consiglio di Amministrazione, sulla base delle metodologie analitiche, si basano su previsioni economico-patrimoniali desunte dal Piano Economico-Finanziario della Società. E' necessario sottolineare che i dati prospettici e le ipotesi alla base della loro elaborazione, per la natura stessa dell'attività imprenditoriale, contengono elementi di incertezza e sono soggetti a variazioni, anche significative, in caso di cambiamenti del contesto di mercato, regolatorio e dello scenario macroeconomico. Va inoltre tenuto presente che, a causa dell'aleatorietà connessa alla realizzazione di qualsiasi evento futuro, sia per quanto concerne il concretizzarsi dell'accadimento, sia per quanto riguarda la misura e la tempistica della sua manifestazione, lo scostamento fra i valori consuntivi e i dati previsionali potrebbe essere significativo, anche qualora si manifestassero effettivamente gli eventi previsti nell'ambito delle assunzioni utilizzate;

ii) Per una opportuna informativa dei destinatari del presente parere, si richiama inoltre l'attenzione sui seguenti aspetti:

- l'Aumento di Capitale, come precedentemente descritto, è al servizio dei soci ACAM nell'ambito dell'Accordo di Investimento e si inserisce quindi nella più complessa Operazione di Aggregazione 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, al servizio degli aderenti all'Accordo di Investimento, attraverso un aumento di capitale con esclusione del diritto d'opzione ai sensi dell'art. 2441, quinto e sesto comma, del Codice Civile. Come anticipato, oggetto del presente parere sono esclusivamente le mie 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 4.1 della Relazione degli Amministratori, nonché sulla corretta applicazione dei sopra richiamati criteri. Esulano, invece, dall'oggetto del presente parere l'adeguatezza delle scelte metodologiche operate dagli Amministratori, nell'ambito di tali criteri, nonché le loro concrete modalità di applicazione, descritte al paragrafo 4.2 della Relazione degli Amministratori ed utilizzate dai medesimi ai fini della effettiva determinazione del prezzo delle azioni IREN emesse nell'ambito dell'Offerta.
- Conseguentemente, nell'esaminare i criteri adottati dagli Amministratori per la determinazione del Prezzo di Emissione delle azioni di IREN al servizio dell'Offerta non abbiamo effettuato una valutazione economica delle azioni di ACAM.
- Esula ovviamente dall'oggetto del presente parere ogni considerazione in ordine all'interesse della Società all'effettuazione dell'Offerta e alle modalità di determinazione del Corrispettivo. 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.

- Secondo quanto riportato dagli Amministratori nella loro Relazione, l'Offerta è subordinata al verificarsi di ciascuna delle condizioni secondo il contenuto indicato nel precedente par. 2.
- Dalla Relazione degli Amministratori emerge chiaramente un vincolo di indisponibilità temporale per le nuove azioni emesse, regolato nell'ambito dell'Accordo di Investimento, che ne influenza necessariamente il valore. Il vincolo in oggetto, che grava sui soci ACAM Sottoscrittori, richiede che, ai sensi dell'Accordo di Investimento, gli stessi debbano aderire, alla data di Esecuzione, al Patto IREN e al sindacato di voto e di blocco ivi disciplinato, apportandovi, ai medesimi termini e condizioni previsti nel Patto IREN, la totalità delle azioni di IREN sottoscritte nell'ambito dell'Aumento di Capitale ad essi riservato. Ricordo che il vigente Patto IREN impegna i soci aderenti a vincolare stabilmente un quantitativo minimo di azioni IREN, pari al 40% del capitale sociale di IREN e a non cederle sul mercato, fino al terzo anniversario della data di efficacia del medesimo Patto IREN (ovvero il 9 maggio 2019), salvo che lo stesso venga rinnovato, nel qual caso, in assenza di recesso da parte del socio, il vincolo si estende per un ulteriore periodo di due anni (ovvero al 9 maggio 2021).
- Le scelte metodologiche del Consiglio di Amministrazione sono oggetto di nostre considerazioni nel precedente paragrafo 10.

12. CONCLUSIONI

Tutto ciò premesso, sulla base della documentazione esaminata e delle procedure sopra indicate, e tenuto conto della natura e portata del nostro lavoro, così come indicato nella presente relazione e, in particolare, al precedente par. 10, riteniamo che l'approccio metodologico adottato dagli Amministratori sia adeguato, in quanto nelle circostanze ragionevole e non arbitrario, e che i metodi valutativi siano stati correttamente applicati ai fini della determinazione del Prezzo di Emissione, pari a 2,13 Euro, di massime n. 27.699.660 nuove azioni ordinarie IREN S.p.A. nell'ambito dell'Aumento di Capitale con esclusione del diritto di opzione riservato agli azionisti di ACAM S.p.A. che eventualmente aderiranno all'Accordo di Investimento, promosso dalla Società.

Prof. Alessandro Nova



Milano, 11 dicembre 2017