

**RELAZIONE DELLA SOCIETÀ DI REVISIONE SULLA CONGRUITÀ
DEL PREZZO DI EMISSIONE DELLE AZIONI PER AUMENTO DEL CAPITALE
SOCIALE CON ESCLUSIONE DEL DIRITTO DI OPZIONE
(ai sensi degli artt. 2440 e 2441 Codice Civile e dell'art. 158 comma I, D. Lgs 58/98)**

**Agli Azionisti di
MITTEL S.p.A.**

1. MOTIVO, OGGETTO E NATURA DELL'INCARICO

Ai sensi degli artt. 2441, comma quarto e sesto, del Codice Civile e 158, comma primo, del D. Lgs. 24 febbraio 1998, n. 58 (nel seguito anche "TUF"), abbiamo ricevuto da Mittel S.p.A. (nel seguito anche "Mittel" o la "Società" o la "Conferitaria") la Relazione degli Amministratori della Società (di seguito anche gli "Amministratori"), datata 17 giugno 2008 (nel seguito la "Relazione") contenente la proposta di aumento di capitale sociale a pagamento per nominali Euro 4.504.505, con esclusione del diritto di opzione, mediante emissione di n. 4.504.505 nuove azioni ordinarie da nominale Euro 1,00, con sovrapprezzo di Euro 4,55 ciascuna, per un prezzo unitario di emissione pari a Euro 5,55 ed un controvalore totale (nominale e sovrapprezzo) di Euro 25.000.002,75 (nel seguito "Aumento di Capitale") riservato a E.C. Investimenti S.r.l. (nel seguito "E.C. Investimenti"), socio di E.Capital Partners S.p.A. (nel seguito "E.Capital" e insieme a Mittel le "Entità"), da liberarsi mediante il conferimento di n. 79.579 azioni, corrispondenti al 50,001% del capitale sociale della stessa (nel seguito il "Conferimento").

La Relazione, ai sensi dell'art. 2441, comma sesto, del Codice Civile, illustra le caratteristiche e il valore dei beni oggetto del Conferimento, le ragioni dello stesso e le modalità di determinazione del numero di azioni, del sovrapprezzo e quindi del prezzo di emissione delle azioni Mittel di nuova emissione.

L'Aumento di Capitale dovrà essere sottoposto all'approvazione dell'Assemblea Straordinaria degli Azionisti di Mittel indetta in prima convocazione per il giorno 29 luglio 2008 e, occorrendo, in seconda convocazione per il giorno 31 luglio 2008.

Nella prospettiva di procedere al conferimento in Mittel della partecipazione in E.Capital, E.C. Investimenti, in qualità di conferente, ha provveduto a richiedere al Tribunale di Milano la designazione dell'esperto, ai sensi dell'art. 2343 del Codice Civile. Il Tribunale di Milano ha nominato la Dottoressa Maddalena Dal Moro (di seguito, il "Perito"). Quest'ultima, con relazione emessa in data 12 giugno 2008, ai sensi del medesimo articolo, ha attestato che il valore attribuito al 50,001% del patrimonio di E.Capital, oggetto di conferimento, non è inferiore al valore dell'aumento di capitale al servizio del conferimento in via di esecuzione da parte di Mittel fissato in Euro 25.000.002,75, comprensivo di sovrapprezzo come da delibera consiliare assunta il 12 giugno 2008.

Nella nostra qualità di società incaricata della revisione contabile del bilancio d'esercizio e consolidato di Mittel, esprimiamo nel seguito, ai sensi del combinato disposto dell'art. 2441, comma sesto, del Codice Civile e dell'art. 158, comma primo, del TUF, il nostro parere sulla congruità del prezzo di emissione delle citate azioni.

Configurandosi l'operazione in oggetto come conferimento di una partecipazione, il prezzo di emissione delle nuove azioni è congruo nella misura in cui i metodi adottati dagli Amministratori siano adeguati, in quanto nella circostanza ragionevoli e non arbitrari, ai fini della determinazione del prezzo stesso e del numero di nuove azioni da emettere a fronte del conferimento della partecipazione, determinato sulla base del rapporto fra i valori attribuiti alle Entità coinvolte nell'operazione mediante l'adozione di criteri valutativi omogenei.

Al fine di fornire agli Azionisti di Mittel idonee informazioni sul prezzo di emissione delle azioni, inteso come espressione del numero di azioni da emettere, la presente relazione indica i metodi seguiti dagli Amministratori per la loro determinazione e i valori risultanti dall'applicazione di ciascuno di essi; essa contiene inoltre la nostra valutazione sull'adeguatezza nella circostanza di tali metodi, sotto il profilo della loro ragionevolezza e non arbitrarietà, nonché sulla loro corretta applicazione.

Per la determinazione dei metodi di valutazione e, quindi, del prezzo di emissione, il Consiglio di Amministrazione di Mittel si è avvalso anche dell'assistenza del Prof. Marco Reboa (nel seguito il "Consulente").

Nell'esaminare i metodi di valutazione adottati dagli Amministratori, anche sulla base delle indicazioni del Consulente, non abbiamo effettuato una valutazione economica delle Entità. La stessa viene svolta esclusivamente dagli Amministratori e dal Consulente da essi incaricato.

2. SINTESI DELL'OPERAZIONE

Come indicato nella relazione illustrativa degli Amministratori, il predetto aumento di capitale sociale si inserisce nell'ambito di una più complessa operazione regolata dall'accordo quadro, stipulato tra i soci di E.Capital e Mittel in data 15 maggio 2008 (nel seguito "l'Accordo"), e diretta all'acquisizione di E.Capital, da realizzarsi nell'ambito del progetto finalizzato all'ingresso di Mittel nelle attività di *Investment Management Advisory* ("IMA") e *Corporate Finance Advisory*, con specifica attenzione al comparto innovativo della finanza etica. In particolare, l'Accordo prevede:

- a) l'impegno da parte di E.C. Investimenti a sottoscrivere l'Aumento di Capitale, per effetto del quale E.C. Investimenti acquisterà al prezzo unitario di Euro 5,55 la proprietà di n. 4.504.505 azioni ordinarie di Mittel corrispondente al 6,3889% del capitale sociale della Società, tramite il conferimento di n. 79.579 azioni ordinarie di E.Capital, pari al 50,001% del capitale sociale della stessa;
- b) l'impegno da parte di Mittel ad acquisire le rimanenti n. 79.575 azioni di E.Capital per il prezzo complessivo di Euro 25 milioni mediante pagamento in contanti secondo le seguenti modalità:
 - Euro 20 milioni all'esecuzione dell'operazione di acquisizione;
 - Euro 5 milioni differiti e condizionati al raggiungimento di un Earnings Before Interest, Taxation, Depreciation and Amortization ("EBITDA") consolidato al 31 dicembre 2008 minimo prestabilito, nonché alla permanenza del rapporto di collaborazione dei soci operativi di E.Capital.

Le operazioni sopra descritte, se attuate, porteranno all'acquisizione da parte di Mittel del 100% di E.Capital¹.

¹ L'efficacia delle obbligazioni assunte dalle parti è condizionata al rilascio da parte di Banca d'Italia del nulla osta previsto dall'art. 15 del TUF in relazione all'acquisto indiretto della partecipazione del 20% nel capitale sociale di Castello SGR S.p.A., detenuta da E.Capital, ovvero al decorrere del termine di 90 giorni previsto dall'art. 15, comma II del TUF, senza che Banca d'Italia abbia emanato un provvedimento di divieto all'acquisizione.

3. SOGGETTI COINVOLTI NELL'OPERAZIONE

Di seguito si descrivono le caratteristiche delle società coinvolte nell'operazione di Aumento di Capitale.

Mittel S.p.A.

Mittel è una *holding* di partecipazioni, capogruppo dell'omonimo Gruppo, quotata dal 1885 al Mercato Telematico Azionario organizzato e gestito da Borsa Italiana S.p.A., che opera, sia direttamente che attraverso società controllate e collegate, nei settori immobiliare, della finanza operativa e del *private equity*.

Inoltre, tramite la partecipazione totalitaria in Mittel Partecipazioni Stabili S.r.l., Mittel è proprietaria di pacchetti azionari in tre società quotate: Intesa Sanpaolo S.p.A., UBI Banca S.p.A. e RCS Mediagroup S.p.A..

Nell'ambito del Gruppo Mittel, Mittel Generale Investimenti S.p.A. (nel seguito "MGI") è la *sub-holding* a cui è affidato il settore finanza operativa. MGI svolge tale attività sia direttamente sia tramite le proprie controllate e collegate operative, soprattutto attraverso la concessione di credito finanziario, connessa generalmente a operazioni di carattere straordinario effettuate da imprese, imprenditori, investitori privati o istituzionali operanti sui settori mobiliari ed immobiliari. A talune di tali operazioni il Gruppo Mittel partecipa direttamente e/o indirettamente anche quale investitore di capitale di rischio.

Il settore immobiliare fa invece capo alla Mittel Investimenti Immobiliari S.r.l., che è attiva direttamente o tramite le proprie controllate, ciascuna delle quali di regola possiede e gestisce una specifica iniziativa immobiliare. La tipologia delle operazioni è attualmente in prevalenza residenziale, caratterizzata da un rischio contenuto sotto il profilo dell'*iter* amministrativo-urbanistico.

Con riferimento, infine, al settore *private equity*, Mittel e la controllata Mittel Private Equity S.p.A. investono direttamente o attraverso la sottoscrizione di fondi chiusi specializzati nel capitale di medie imprese non quotate con l'obiettivo di disinvestire in un orizzonte temporale di 3 - 5 anni. La scelta degli investimenti è legata non tanto a particolari settori merceologici, quanto alla possibilità di coinvolgere nell'operazione *manager* e imprenditori di elevato *standing* professionale.

Sulla base di quanto indicato nella Relazione semestrale consolidata di Mittel al 31 marzo 2008, il Gruppo Mittel ha conseguito nel primo semestre dell'esercizio 2007/2008 un utile di periodo pari a circa Euro 2,4 milioni. Il patrimonio netto del Gruppo Mittel al 31 marzo 2008 ammontava a circa Euro 377,1 milioni.

Gruppo E.Capital

Il Gruppo E.Capital è costituito da tre realtà: la capogruppo E.Capital che svolge le attività di consulenza di *Merger and Acquisition* e di *Corporate Finance Advisory*; ECPI S.r.l. (controllata al 100% da E.Capital), che svolge l'attività di *Investment Management Advisory*; ECP International S.A. (controllata al 100% da E.Capital), società di diritto lussemburghese che svolge la stessa attività di ECPI S.r.l. rivolgendosi esclusivamente al mercato estero.

E.Capital detiene, inoltre, una partecipazione pari al 20% nel capitale sociale di Castello SGR S.p.A., società che gestisce fondi chiusi immobiliari riservati ad investitori qualificati.

E.Capital è stata fondata nel 2000, da parte di un gruppo di docenti universitari e professionisti con esperienza in campo finanziario, sociale e ambientale, con lo scopo di sviluppare studi etici applicati ai mercati finanziari, base dell'attuale attività di *Investment Management Advisory*. Dal 2002 E.Capital ha iniziato ad operare anche nel settore del *Corporate Finance Advisory*.

Nel 2006 sono state separate le due aree di attività, tramite lo scorporo dell'attività di *Investment Management Advisory* nella società di nuova costituzione ECPI S.r.l.. Nel 2007 è stata quindi fondata in Lussemburgo E.C. International S.A., per intraprendere lo sviluppo internazionale delle attività di IMA. Sempre nel 2007 il Gruppo E.Capital ha intrapreso una nuova via di sviluppo con l'entrata nel capitale di Castello SGR S.p.A..

Il Gruppo E.Capital ha realizzato nell'esercizio 2007 un utile consolidato pari a circa Euro 4,0 milioni. Il patrimonio netto del Gruppo E.Capital al 31 dicembre 2007 ammontava a circa Euro 6,7 milioni.

4. DOCUMENTAZIONE UTILIZZATA

Nello svolgimento del nostro lavoro abbiamo ottenuto direttamente da Mittel o per suo tramite, da E.Capital e dal Consulente, i documenti e le informazioni ritenuti utili nella fattispecie. Più in particolare, abbiamo ottenuto e analizzato la documentazione e le informazioni di seguito riportate:

1. Verbale della riunione del Consiglio di Amministrazione di Mittel del 15 maggio 2008, che ha deliberato l'operazione di acquisizione.
2. Verbale della riunione del Consiglio di Amministrazione della Società del 12 giugno 2008 che ha deliberato tra l'altro di approvare la Relazione, dando mandato al Presidente, al Vicepresidente e al Direttore Generale di apportare alla stessa le integrazioni necessarie al fine di recepire le risultanze della relazione di stima redatta dal Perito.
3. Relazione datata 12 giugno 2008 del Perito designato dal Tribunale di Milano ai sensi dell'art. 2343 del Codice Civile.
4. "Relazione illustrativa del Consiglio di Amministrazione predisposta ai sensi dell'art. 2441, comma sesto, del Codice Civile e dell'art. 70, comma terzo, del Regolamento CONSOB 11971/99 e dell'art. 3 del D.M. 437/98", datata 17 giugno 2008.
5. Documento predisposto dal Consulente e indirizzato agli Amministratori di Mittel denominato "Relazione in merito al prezzo di emissione delle azioni per aumento di capitale sociale con esclusione del diritto di opzione, ai sensi dell'art. 2441, comma sesto, del Codice Civile" datato 9 giugno 2008.
6. *Fairness Opinion* rilasciata dal Consulente in data 20 febbraio 2008 sul valore economico attribuibile a E.Capital.
7. La seguente altra documentazione principale, utilizzata dal Consulente e dal Perito, successivamente utilizzata anche da noi ai fini dell'espletamento del nostro incarico:
 - Statuto di Mittel e di E.Capital.
 - Bilanci d'esercizio e consolidato di Mittel al 30 settembre 2007, da noi assoggettati a revisione contabile.
 - Relazione semestrale consolidata al 31 marzo 2008 di Mittel, da noi assoggettata a revisione contabile limitata.
 - Bilanci d'esercizio e consolidato di E.Capital al 31 dicembre 2007, corredato dalla relativa relazione di revisione contabile volontaria.
 - Business Plan di E.Capital redatto dalla Direzione della stessa nel mese di dicembre 2007, relativo al periodo 2008-2010 (nel seguito anche "Business Plan").
 - Business Plan aggiornato dalla Direzione di E.Capital nel mese di marzo 2008, relativo al periodo 2008-2010 (nel seguito anche "Business Plan Aggiornato").

- Piano industriale 2008-2010 di Mittel approvato nella seduta del Consiglio di Amministrazione della Società dell'8 febbraio 2008².
 - Informazioni relative all'andamento dei corsi borsistici di Mittel ottenute attraverso banche dati specializzate.
8. Dettagli e prospetti elaborati dagli Amministratori e dal Consulente nonché elementi emersi dalle discussioni intercorse con gli stessi.
 9. Elementi contabili, extracontabili e di tipo statistico nonché ogni altra informazione ritenuta utile all'espletamento del nostro incarico.

Abbiamo inoltre ottenuto specifica ed espressa attestazione che, per quanto a conoscenza degli Amministratori di Mittel, non sono intervenute variazioni rilevanti, né fatti o circostanze che rendano opportune modifiche significative alle assunzioni sottostanti le elaborazioni dei piani economico-finanziari suddetti, ai dati e alle informazioni prese in considerazione nello svolgimento delle nostre analisi e/o che potrebbero avere impatti significativi sulle valutazioni.

5. METODI DI VALUTAZIONE ADOTTATI DAGLI AMMINISTRATORI PER LA DETERMINAZIONE DEL PREZZO DI EMISSIONE

5.1 Metodologie utilizzate dagli Amministratori e dal Consulente

Il lavoro svolto dagli Amministratori anche con il supporto del Consulente, è stato finalizzato oltre che alla determinazione del prezzo di emissione e del numero di nuove azioni ordinarie al servizio dell'Aumento di Capitale riservato all'operazione di Conferimento, anche alla determinazione dei valori relativi delle Entità coinvolte nell'operazione. Nella fattispecie gli Amministratori e il Consulente hanno individuato metodi di valutazione con consolidate basi dottrinali e applicative idonei a "catturare" i *driver* di valore della specifica impresa considerata, nonché ad assicurare il pieno conseguimento degli obiettivi che informano la stima ricercata. In particolare, gli Amministratori e il Consulente hanno adottato:

- per la valutazione di Mittel i criteri di cui all'art. 2441 del Codice Civile, vale a dire il valore del patrimonio netto risultante dalla situazione contabile al 31 marzo 2008, tenendo conto anche dei prezzi di borsa;
- per la valutazione di E.Capital il metodo reddituale.

Come precisato dagli Amministratori e dal Consulente:

- la significatività dei prezzi di borsa si basa sul presupposto che il valore attribuibile alla società oggetto di valutazione sia quello desumibile dal prezzo di quotazione delle azioni sul mercato borsistico. Tale metodo peraltro conduce a risultati significativi solo qualora il flottante della società è adeguato, i titoli sono sufficientemente liquidi e le prospettive del business sono apprezzate in modo continuativo da un numero congruo di analisti, in modo da consentire la diffusione di informazioni utili perché i prezzi di mercato riflettano adeguatamente le previsioni economiche e i profili di rischio della società.
- Il metodo reddituale determina il valore di un'impresa sulla base dei flussi di reddito che essa genererà per mezzo della propria attività e può essere applicato nella sua versione analitica o sintetica. Il metodo reddituale analitico stima il valore dell'entità oggetto di analisi in misura pari al valore attuale dei flussi di reddito netto attesi lungo l'arco previsionale considerato, successivamente incrementato del valore finale attribuibile all'entità al termine del periodo di previsione analitica. Il metodo reddituale nella versione sintetica determina il valore dell'entità sulla base del valore del reddito medio normale

² Le linee guida del piano industriale 2008-2010 di Mittel sono state oggetto di apposito comunicato stampa diffuso dalla Società in data 8 febbraio 2008.

atteso capitalizzato alla stregua di una rendita perpetua. Nel caso di specie, gli Amministratori e il Consulente per la valutazione di E.Capital hanno applicato il metodo reddituale sia nella versione analitica sia in quella sintetica.

La scelta effettuata dagli Amministratori e dal Consulente risiede nel fatto che ciascun metodo tende a privilegiare una specifica determinante del valore aziendale, fornendo uno specifico contributo alla valutazione. In tal modo, le risultanze delle analisi condotte dagli Amministratori beneficiano delle relazioni di complementarità che intercorrono tra i differenti metodi valutativi utilizzati, in quanto, come osservato dagli stessi:

- il metodo dei prezzi di borsa esprime, assumendo a riferimento le quotazioni del titolo Mittel, le aspettative maturate dagli investitori in relazione alle iniziative strategiche e alle *performance* future della Società. Nel caso di specie, gli Amministratori hanno ritenuto che il metodo fosse pienamente coerente con l'obiettivo di pervenire ad un giudizio sulla ragionevolezza del prezzo di emissione delle nuove azioni di Mittel, anche in considerazione del fatto che tale metodo è espressamente indicato al comma sesto dell'art. 2441 del Codice Civile come parametro di cui tener conto per riscontrare il valore patrimoniale.
- Il metodo reddituale è in grado di valorizzare la capacità di E.Capital di generare flussi di reddito, traducendo quindi in valore economico i "ritorni" periodici assicurati dall'investimento effettuato.

Gli Amministratori e il Consulente hanno attribuito analoga capacità di contribuire alla determinazione del valore ricercato a ciascuno dei metodi e dei riferimenti informativi richiamati.

Inoltre, come specificato dagli Amministratori, il perseguimento della finalità riconosciuta al prezzo delle azioni di nuova emissione, e cioè la tutela dei diritti patrimoniali dei soci pre-esistenti di Mittel, dipende anche dal raffronto di due valori distintamente determinati, vale a dire quello della Società e quello della partecipazione in E.Capital. Pertanto la stima di tali valori da parte degli Amministratori ha avuto come fondamento un medesimo metro di giudizio e i metodi adottati sono stati scelti sulla base della loro "coerenza" nella duplice consapevolezza che:

- la finalità primaria delle valutazioni richieste non è soltanto la determinazione dei valori economici assoluti di Mittel e di E.Capital, ma anche la definizione di valori significativamente confrontabili nell'ottica della verifica della ragionevolezza del prezzo di emissione delle nuove azioni;
- l'obiettivo di pervenire a valori "idonei al raffronto", tuttavia, non deve indurre ad adottare necessariamente, per le realtà sottoposte all'indagine estimativa, metodi di valutazione coincidenti; ciò in quanto la ricerca di metodi funzionali alla stima di valori significativamente confrontabili non può portare a trascurare i tratti distintivi propri delle realtà aziendali oggetto di valutazione.

Le scelte applicative correlate ai metodi selezionati dagli Amministratori sono state pertanto effettuate in base a criteri di omogeneità, sempre in vista dell'obiettivo di pervenire a valori significativamente confrontabili, il cui rispetto trova specifica manifestazione nelle scelte valutative effettuate in merito alle grandezze e ai parametri impiegati negli algoritmi valutativi.

Gli Amministratori e il Consulente hanno effettuato le valutazioni in una prospettiva *stand alone*, considerando le società stesse quali autonomi complessi aziendali generatori di reddito, senza tenere conto di alcun effetto che potrebbe originarsi a seguito dell'operazione che ha reso necessaria la valutazione.

Gli Amministratori non hanno potuto applicare i medesimi metodi di valutazione per Mittel e E.Capital, proprio per le caratteristiche intrinseche delle realtà da stimare. In particolare, il metodo dei prezzi di borsa, utilizzato dagli Amministratori per la valutazione di Mittel, non è stato applicato nella valutazione della partecipazione oggetto del Conferimento in quanto i titoli di E.Capital non sono negoziati su alcun mercato regolamentato. Gli Amministratori hanno pertanto ritenuto opportuno valutare E.Capital utilizzando un metodo reddituale che, meglio di altri, consente di catturare i *driver* di valore di una realtà che offre servizi di consulenza di natura finanziaria.

5.2 Descrizione dei metodi di valutazione

5.2.1. Valutazione di Mittel

In via preliminare gli Amministratori e il Consulente hanno determinato il valore del patrimonio netto di Mittel risultante dalla situazione patrimoniale semestrale consolidata al 31 marzo 2008, di seguito dettagliata.

Tabella 5.1: Situazione patrimoniale semestrale consolidata di Mittel al 31 marzo 2008

(Valori in Euro migliaia)

Attività finanziarie	320.212	Debiti	196.066
Crediti	171.692	Passività fiscali	10.145
Derivati di copertura	5.316	Altre passività	20.026
Partecipazioni	33.866	Fondi del passivo	1.108
Attività materiali e immateriali	2.607	Totale passività	227.345
Totale attività non correnti o in via di dismissione	8.867		
Altre attività	61.891	Patrimonio netto	377.106
Totale attivo	604.451	Totale passivo e patrimonio netto	604.451

Fonte: Relazione semestrale consolidata di Mittel al 31 marzo 2008

La Relazione semestrale consolidata al 31 marzo 2008 è stata redatta secondo i principi contabili internazionali IAS/IFRS, i quali fanno ricorso anche a valutazioni al *fair value*. Con riferimento alla situazione patrimoniale di Mittel al 31 marzo 2008, gli Amministratori rilevano che tra gli elementi dell'attivo sono stati valutati al *fair value* le attività finanziarie composte sia da attività detenute per la negoziazione (Euro 45.513 migliaia) sia da attività disponibili per la vendita (Euro 274.699 migliaia).

Il valore per azione di Mittel determinato dagli Amministratori, sulla base del patrimonio netto al 31 marzo 2008, è pari a Euro 5,71, sostanzialmente allineato al prezzo stabilito nell'Accordo pari a Euro 5,55.

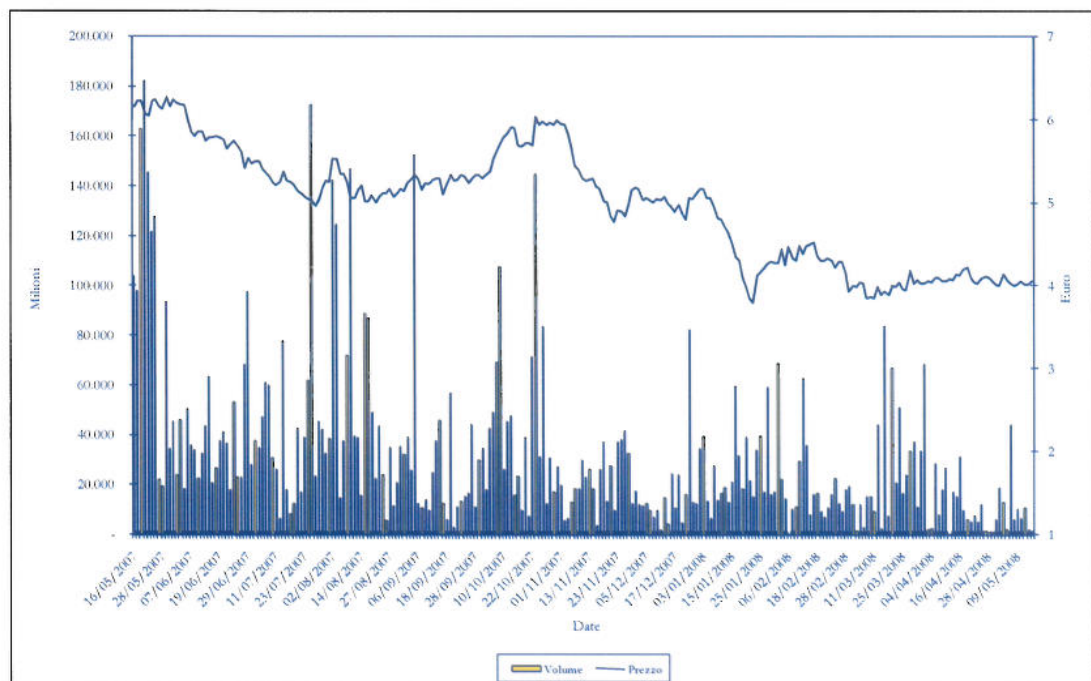
Valore per azione Mittel

Patrimonio netto contabile al 31 marzo 2008 <i>(in Euro)</i>	377.106.000
N. azioni	66.000.000
Valore per azione <i>(in Euro)</i>	5,71

Tutto ciò premesso, gli Amministratori e il Consulente hanno applicato il metodo dei prezzi di borsa procedendo come di seguito descritto:

- 1) hanno esaminato l'andamento del titolo Mittel – confrontandolo anche con l'indice S&P Mib – lungo un intervallo temporale ritenuto idoneo a riflettere prezzi “fatti continuamente” da molteplici controparti. Tale intervallo temporale è stato individuato dagli Amministratori in 12 mesi, dal 16 maggio 2007 al 15 maggio 2008, a ritroso dal giorno in cui è stata data comunicazione al mercato della delibera consiliare di procedere all'acquisizione di E.Capital (grafico 5.1);
- 2) hanno calcolato le medie ponderate dei prezzi di borsa del titolo Mittel, assumendo a riferimento differenti orizzonti temporali all'interno dell'intervallo individuato al punto precedente (12 mesi, 6 mesi, 3 mesi, 1 mese, a ritroso dal 15 maggio 2008). La scelta effettuata dagli Amministratori di assumere a riferimento intervalli temporali diversi ha risposto all'esigenza di neutralizzare eventuali fluttuazioni di breve periodo che potessero condizionare l'andamento delle quotazioni del titolo.

Grafico 5.1 - Andamento delle quotazioni e dei volumi di scambio del titolo Mittel (16 maggio 2007 - 15 maggio 2008)



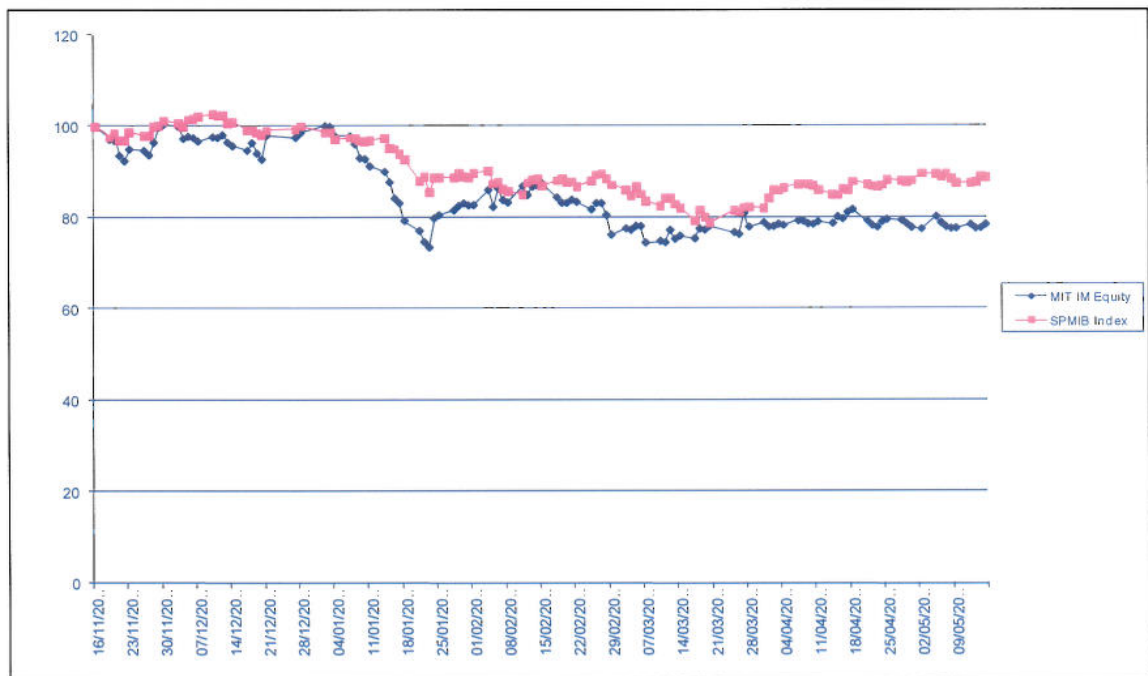
Fonte: elaborazioni degli Amministratori su dati forniti dalla banca dati Bloomberg.

Nell'intervallo esaminato dagli Amministratori, il titolo Mittel ha registrato una progressiva flessione passando da Euro 6,16 (16 maggio 2007) a Euro 4,06 (15 maggio 2008) e si è posizionato entro un intervallo di valori compreso tra un minimo di Euro 3,80 (23 gennaio

2008) e un massimo di Euro 6,28 (29 maggio 2007); l'andamento del titolo ha risentito dell'effetto della "crisi dei *sub prime*" che ha interessato i mercati mondiali a partire dalla fine del luglio 2007.

Il confronto effettuato dagli Amministratori tra l'andamento del titolo Mittel e l'andamento dell'indice S&P Mib (grafico 5.2) mette in evidenza come, ad eccezione del picco ribassista del 23 gennaio 2008, l'andamento del titolo Mittel si sia mantenuto sostanzialmente in linea con quello dell'indice di riferimento. Più in dettaglio, il titolo ha registrato *performance* superiori rispetto a quelle dell'indice borsistico dalla fine del mese di giugno 2007 sino a fine 2007, per poi sostanzialmente riallinearsi all'indice di riferimento.

Grafico 5.2 - Andamento delle quotazioni del titolo Mittel e dell'indice S&P Mib (16 maggio 2007 - 15 maggio 2008)



Fonte: elaborazioni degli Amministratori su dati forniti dalla banca dati Bloomberg.

Gli Amministratori hanno quindi calcolato la media ponderata dei prezzi di borsa del titolo Mittel assumendo a riferimento differenti orizzonti temporali, dal 15 maggio 2008.

Tabella 5.2 - Quotazione del titolo Mittel sui diversi orizzonti temporali considerati dagli Amministratori

Valori in Euro	1 mese*	3 mesi*	6 mesi*	12 mesi*
Media ponderata	4,07	4,06	4,40	5,24

*Valori arrotondati.

Gli Amministratori, sulla base delle analisi condotte hanno individuato un intervallo di valori del titolo Mittel compreso tra un minimo pari a Euro 4,06 (media ponderata a 3 mesi) e un massimo pari a Euro 5,24 (media ponderata a 12 mesi). Come osservato dagli Amministratori,

il prezzo indicato nell'Accordo è sempre superiore ai prezzi medi compresi nell'intervallo identificato, generando così un differenziale sempre positivo per singolo periodo considerato.

Tabella 5.3 – Differenza tra il prezzo stabilito nell'Accordo e le medie ponderate dei prezzi

<i>Valori in Euro</i>	Media ponderata*	Prezzo Accordo	Δ
1 mese	4,07	5,55	36,33%
3 mesi	4,06	5,55	36,77%
6 mesi	4,40	5,55	26,00%
12 mesi	5,24	5,55	5,82%

*Valori arrotondati.

Gli Amministratori hanno osservato inoltre che, a ragione della flessione che ha caratterizzato i mercati azionari durante l'orizzonte temporale considerato, il differenziale tra il prezzo stabilito nell'Accordo e la media ponderata dei prezzi di borsa è sensibilmente più elevato in relazione al periodo che incorpora le quotazioni più recenti.

Gli Amministratori quindi, assumendo un'interpretazione letterale di quanto indicato dal comma sesto dell'art. 2441 del Codice Civile, vale a dire l'osservazione della quotazione del titolo lungo un orizzonte temporale di sei mesi, hanno evidenziato come il prezzo stabilito nell'Accordo (Euro 5,55) sia superiore al prezzo medio ponderato espresso dai prezzi di borsa (Euro 4,40) del 26%. Il premio in oggetto, come evidenziato dagli Amministratori, di per sé di significativa rilevanza, allinea il prezzo di emissione stabilito nell'Accordo al valore per azione del patrimonio netto contabile.

5.2.2. Valutazione di E.Capital

5.2.2.1. Il metodo reddituale analitico

L'applicazione da parte degli Amministratori del metodo reddituale nella versione analitica ha richiesto: i) la previsione dei flussi di reddito operativo netto attesi lungo l'arco temporale assunto a riferimento; ii) la quantificazione del tasso di attualizzazione in base al quale scontare i valori previsionali considerati ai fini della valutazione; iii) la stima del valore residuo attribuibile all'impresa al termine dell'orizzonte di previsione analitica; iv) la determinazione della posizione finanziaria netta.

Tale metodo è stato sviluppato dagli Amministratori:

- a livello consolidato, considerando E.Capital come un aggregato unitario;
- a livello di singole aree di *business* in cui operano E.Capital e le sue controllate (IMA, *Corporate Finance Advisory* - CF - e *Real Estate*), sommando tra loro i valori autonomamente attribuibili alle diverse aree di *business* (*Sum of the Parts* - SoP).

i) *Flussi di reddito operativo netto*

I flussi di reddito operativi netti prospettici di E.Capital sono stati stimati sulla base del Business Plan³. Gli Amministratori hanno proceduto ad una normalizzazione dei flussi di reddito operativo 2008-2010 per eliminare gli effetti prodotti da componenti di reddito straordinari o non ripetitivi.

Tabella 5.4 – Flussi di reddito operativo netto normalizzati per area di *business* 2008-2010

<i>Valori in Euro migliaia</i>	2008	2009	2010
IMA	4.047	5.165	5.736
Corporate Finance Advisory	752	1.067	1.421
Real Estate ⁴	133	149	284
Totale	4.932	6.381	7.441

ii) *Tasso di attualizzazione*

Il tasso di attualizzazione è espressione del costo medio ponderato del capitale investito (*weighted average cost of capital*, wacc), funzione del costo del capitale proprio (k_e), del costo del capitale di debito (k_d), nonché della struttura finanziaria aziendale, ovvero dei “pesi” riferibili al capitale proprio e al capitale di debito rispetto al totale delle fonti di finanziamento.

Gli Amministratori, non presentando E.Capital debito finanziario, hanno identificato il tasso di attualizzazione nel costo del capitale proprio, stimato sulla base del *Capital Asset Pricing Model* (“CAPM”) secondo la seguente formula:

$$i = R_f + \text{Beta} \cdot (R_m - R_f)$$

dove:

R_f = tasso di rendimento di investimenti privi di rischio. A riguardo gli Amministratori hanno considerato un R_f pari a 3,96% (Fonte Bloomberg).

$R_m - R_f$ = premio per il rischio richiesto dal mercato. A riguardo gli Amministratori hanno considerato un premio per il rischio pari all’8,17% (Fonte Bloomberg).

Beta = fattore di correlazione tra il rendimento effettivo di un’azione e il rendimento complessivo del mercato di riferimento (misura la volatilità di un titolo rispetto al mercato). A riguardo gli Amministratori hanno considerato un *beta* pari a 1,0.

Gli Amministratori hanno inoltre considerato un fattore correttivo (pari al 25%) in considerazione del maggiore rischio connesso allo specifico investimento in ragione, tra l’altro, della sua minore liquidabilità sul mercato rispetto ad investimenti in società quotate su mercati regolamentati.

³ Come già ricordato tale Business Plan è stato aggiornato nel mese di marzo 2008.

⁴ Il flusso di reddito derivante dall’attività di Real Estate è stato determinato dagli Amministratori in base alla quota di partecipazione detenuta da E.Capital in Castello SGR S.p.A., pari al 20%.

Sulla base di quanto precede gli Amministratori hanno stimato il tasso di attualizzazione pari al 12,39%.

iii) Valore residuo

Il valore residuo è stato determinato dagli Amministratori capitalizzando in *perpetuity*, ad un appropriato tasso (k_e), il flusso di reddito a regime, stimato pari alla media aritmetica dei flussi di reddito operativo netto normalizzati 2008-2010, ipotizzando che tale risultato fosse in grado di esprimere il flusso di risultato conseguibile da E.Capital in condizioni operative normali.

iv) Posizione finanziaria netta

Gli Amministratori, sulla base delle attività e passività finanziarie di E.Capital esistenti alla data del 31 dicembre 2007, hanno considerato la posizione finanziaria netta pari a zero.

L'applicazione del metodo reddituale analitico a livello consolidato ha condotto gli Amministratori ad individuare un valore economico di E.Capital pari a Euro 51.718 migliaia.

Gli Amministratori, a fini di raffronto, hanno applicato il metodo reddituale analitico anche a livello di singola area di *business*, sommando poi tra loro i valori autonomamente attribuibili alle aree di business (SoP).

Tabella 5.5 – Valore partecipazione in E.Capital sulla base del metodo reddituale analitico (SoP)

<i>Valori in Euro migliaia</i>	IMA	CF	Real Estate	Totale
Valore economico per area di <i>business</i> (100%)	42.546	8.656	1.554	52.756
Valore della partecipazione in E.Capital (50,001%)	26.378			

5.2.2.2. Il metodo reddituale sintetico

L'applicazione da parte degli Amministratori del metodo reddituale nella sua versione sintetica ha richiesto: i) la previsione del flusso di reddito operativo medio normale atteso; ii) la quantificazione del tasso di capitalizzazione in base al quale scontare il flusso di reddito atteso; iii) la determinazione della posizione finanziaria netta.

Tale metodo è stato sviluppato dagli Amministratori esclusivamente a livello consolidato, considerando cioè E.Capital come un aggregato unitario.

i) Flusso di reddito operativo medio normale atteso

Il flusso di reddito operativo medio normale atteso di E.Capital è stato determinato dagli Amministratori a livello consolidato sulla base dei redditi operativi stimati per l'applicazione del metodo reddituale nella versione analitica. In particolare, il flusso di reddito operativo medio normale è stato determinato come media aritmetica dei redditi operativi normalizzati netti di imposta 2008-2010 stimati sulla base del Business Plan.

ii) *Tasso di capitalizzazione e posizione finanziaria netta*

Il tasso di capitalizzazione utilizzato dagli Amministratori nell'applicazione del metodo reddituale nella versione sintetica, essendo la posizione finanziaria netta pari a zero, è pari al costo del capitale proprio sopra individuato.

Tabella 5.6 – Valore partecipazione in E.Capital sulla base del metodo reddituale sintetico

<i>Valori in Euro migliaia</i>	2008	2009	2010
Flussi di reddito operativo netti	4.932	6.381	7.441
Flusso di reddito operativo medio normale atteso	6.251		
k_e	12,39%		
Valore economico di E.Capital	54.887		
Valore della partecipazione in E.Capital (50,001%)	27.444		

L'applicazione delle metodologie reddituali ha condotto gli Amministratori ad individuare un valore di E.Capital compreso tra Euro 54.887 migliaia (estremo superiore) e Euro 51.718 migliaia (estremo inferiore), lievemente superiore al prezzo fissato nell'Accordo per l'acquisto dell'intero capitale di E.Capital (Euro 50.000 migliaia).

Pertanto il valore del 50,001% del capitale di E.Capital individuato dagli Amministratori risulta compreso tra un massimo di Euro 27.444 migliaia e un minimo di Euro 25.859 migliaia, a fronte di un aumento di capitale definito dall'Accordo in Euro 25.000 migliaia.

6. SINTESI DEI RISULTATI EMERSI DALLA VALUTAZIONE SVOLTA DAGLI AMMINISTRATORI

All'esito dei suddetti processi valutativi e ai sensi dell'art. 2441 comma sesto del Codice Civile, gli Amministratori hanno ritenuto che il prezzo di emissione delle nuove azioni Mittel proposto pari a Euro 5,55 debba essere ritenuto congruo, anche in considerazione di quanto segue:

- dall'applicazione del metodo dei prezzi di borsa è emerso che tale prezzo risulta sempre superiore al prezzo medio ponderato delle azioni di Mittel. Considerando l'andamento delle quotazioni nell'ultimo semestre, il prezzo di emissione delle nuove azioni è superiore al prezzo medio ponderato espresso dalle quotazioni di borsa (Euro 4,40) del 26%;
- tale prezzo è sostanzialmente allineato al patrimonio netto contabile per azione di Mittel che, sulla base della situazione contabile semestrale al 31 marzo 2008, è pari a Euro 5,71 (+ 2,94%);
- le indicazioni confermano che il prezzo delle nuove azioni Mittel tutela i diritti patrimoniali degli Azionisti esclusi dal diritto di opzione;
- l'aumento di capitale previsto a fronte del conferimento del 50,001% di E.Capital appare allineato alle risultanze delle analisi preliminarmente condotte in termini di stima del valore economico di E.Capital (e quindi della partecipazione conferita).

7. LAVORO SVOLTO

(a) Lavoro svolto sulla documentazione utilizzata menzionata al precedente paragrafo 4.

Con riferimento alla documentazione utilizzata, sono state svolte le seguenti procedure:

- Il bilancio d'esercizio e il bilancio consolidato di Mittel chiusi al 30 settembre 2007 sono stati da noi assoggettati a revisione contabile.
- La Relazione semestrale consolidata di Mittel al 31 marzo 2008 è stata da noi assoggettata a revisione contabile limitata.
- Abbiamo preso visione del bilancio d'esercizio e consolidato di E.Capital chiusi al 31 dicembre 2007, nonché effettuato incontri ed ottenuto informazioni su tali bilanci dalla Direzione di E.Capital.
- Abbiamo discusso con la Direzione di E.Capital e con il Consulente i criteri utilizzati per la redazione del Business Plan e del Business Plan Aggiornato.

In tale ambito abbiamo verificato, fermi restando l'incertezza e i limiti connessi ad ogni tipo di dato previsionale, che i criteri utilizzati nella redazione di suddetti business plan fossero tra loro confrontabili.

- Abbiamo preso visione della relazione emessa dal Perito, esperto nominato dal Tribunale di Milano ai sensi degli artt. 2440 e 2343 del Codice Civile, nonché acquisito informazioni dalla stessa.
- Abbiamo raccolto, attraverso colloqui con le Direzioni delle Entità, informazioni circa gli eventi verificatisi dopo la predisposizione dei business plan, con riferimento a eventuali fatti o circostanze che possano avere un effetto significativo sulle assunzioni sottostanti le elaborazioni di suddetti piani, sui dati e sulle informazioni prese in considerazione nello svolgimento delle nostre analisi nonché sui risultati delle valutazioni.

(b) Lavoro svolto sui metodi utilizzati per la determinazione del prezzo di emissione e del numero di azioni di nuova emissione

Relativamente alla metodologia adottata dagli Amministratori e dal Consulente per la stima del prezzo di emissione e del numero di azioni da emettere al servizio dell'Aumento di Capitale abbiamo svolto un esame critico dei metodi seguiti, raccogliendo elementi utili per accertare che tali metodi fossero tecnicamente idonei, nelle specifiche circostanze. Abbiamo inoltre svolto le seguenti analisi:

- verifica della completezza e della comparabilità dei procedimenti seguiti dagli Amministratori e dal Consulente nella determinazione del prezzo di emissione e del numero di azioni di Mittel da emettere al servizio del Conferimento.
- Verifica che i metodi di valutazione fossero applicati in modo comparabile.
- Verifica della coerenza dei dati utilizzati rispetto alle fonti di riferimento e alla documentazione utilizzata, descritta al precedente paragrafo 4.
- Verifica della correttezza matematica del calcolo del numero di azioni risultante dall'applicazione dei metodi di valutazione adottati dagli Amministratori, anche sulla base delle indicazioni del Consulente.
- Sviluppo di analisi di sensitività nell'ambito dei metodi di valutazione adottati, con l'obiettivo di verificare l'impatto sul numero di azioni di nuova emissione e sul relativo prezzo di emissione al variare delle ipotesi e dei parametri utilizzati dal Consulente.

- Colloqui con il Consulente, con il quale abbiamo discusso l'attività di analisi da questi svolta sulle Entità oggetto di valutazione, con particolare riferimento ai parametri considerati in ciascuna valutazione.

8. COMMENTI SULL'ADEGUATEZZA DEI METODI UTILIZZATI E SULLA VALIDITÀ DELLE STIME PRODOTTE

L'operazione oggetto della presente relazione è rappresentata da un aumento di capitale sociale a pagamento, con esclusione del diritto di opzione ai sensi dell'art. 2441 del Codice Civile, da liberarsi mediante il conferimento in natura di una partecipazione. Da un punto di vista economico tale operazione consiste in uno scambio di beni rappresentati dalla partecipazione pari al 50,001% di E.Capital e dalle azioni Mittel di nuova emissione. La tutela degli attuali Azionisti di Mittel, cui non è concesso il diritto di opzione, si realizza nella definizione di un prezzo di emissione delle nuove azioni, determinato come conseguenza del numero di nuove azioni da emettere sulla base del rapporto tra il valore delle azioni della Società e il valore del 50,001% di E.Capital.

La finalità principale del procedimento decisionale degli Amministratori, quindi, consiste in una stima dei valori relativi delle Entità, attraverso l'applicazione di metodi in grado di esprimere valori comparativi per le realtà medesime. In tale tipologia di operazioni, infatti, la finalità ultima non è tanto la determinazione dei valori assoluti delle società interessate, quanto piuttosto l'individuazione di valori confrontabili per la determinazione del numero delle azioni da emettere. Per tale tipologia di operazioni, pertanto, le valutazioni hanno significato unicamente nel loro profilo relativo e non possono essere assunte quali stime del valore assoluto delle entità interessate.

Ciò premesso, esprimiamo le nostre considerazioni al riguardo:

- le valutazioni sono state svolte dagli Amministratori e dal Consulente su base *stand alone* e pertanto i risultati dell'analisi prescindono da ogni considerazione concernente eventuali sinergie operative rivenienti dal Conferimento e che potrebbero generare valore incrementale per gli azionisti. Tale impostazione è generalmente seguita in analoghe valutazioni ed è prassi condivisa nel settore.
- I metodi adottati dagli Amministratori per la valutazione delle Entità sono comunemente accettati e utilizzati nel settore finanziario, sia a livello nazionale che internazionale.
- Gli Amministratori, coerentemente con le finalità delle valutazioni, hanno privilegiato metodi che assicurano valori comparabili per le società oggetto di valutazione ai fini della determinazione dei rapporti di cambio e quindi del numero di nuove azioni Mittel da emettere. Per tale finalità, peraltro, gli Amministratori hanno seguito il principio dell'omogeneità valutativa, come richiesto anche nelle operazioni di fusione, non tanto necessariamente nell'applicazione del medesimo approccio valutativo, quanto piuttosto nell'utilizzo per ciascuna società dei metodi e/o dei parametri che meglio ne apprezzino le peculiarità e le leve di creazione del valore.

Rispetto all'adeguatezza dei metodi di valutazione utilizzati nel caso specifico si possono svolgere le seguenti considerazioni:

- Gli Amministratori per la valutazione di Mittel hanno considerato il metodo dei prezzi di borsa. Il prezzo del titolo Mittel dovrebbe essere in grado di esprimere le aspettative maturate dagli investitori in relazione alle iniziative strategiche e alle *performance* future.
- Gli Amministratori per la valutazione di E.Capital, vista la natura dei servizi di consulenza offerti dalla società, hanno considerato il metodo reddituale. Tale metodologia, infatti, permette di apprezzare il valore di E.Capital sulla base del suo piano di sviluppo e delle sue caratteristiche intrinseche e quindi consente di apprezzarne la capacità di generare flussi di reddito.

- Le operazioni per le quali si deve determinare un rapporto di cambio e una sola delle società oggetto dell'operazione è quotata presentano una difficoltà di valutazione, poiché solo per una delle società i prezzi di borsa possono costituire un riferimento per la determinazione di suddetto rapporto di cambio. Nella prassi valutativa si riscontrano in questa situazione comportamenti diversi. In alcuni casi, viene dato maggior peso alla necessità di salvaguardare il principio dell'omogeneità e pertanto i riferimenti forniti dalla borsa non vengono considerati nella stima del rapporto di cambio. In altri casi, si ritiene invece che il contenuto informativo fornito dalla borsa sia così significativo ai fini della fissazione di un valore dell'azienda che il suo contenuto non possa essere trascurato. Nel caso in esame, gli Amministratori hanno ritenuto opportuno applicare tale metodologia nell'ambito della valutazione di Mittel, in quanto il prezzo è stato ritenuto coerente con l'obiettivo di pervenire ad un giudizio sulla ragionevolezza del prezzo di emissione delle nuove azioni.

9. LIMITI SPECIFICI, DIFFICOLTÀ DI VALUTAZIONE ED ALTRI ASPETTI DI RILIEVO EMERSI NELL'ESPLETAMENTO DEL PRESENTE INCARICO

Nell'espletamento del nostro incarico abbiamo incontrato le problematiche generalmente ricorrenti nell'ambito di processi valutativi analoghi, specialmente nel caso di società che presentano differenze dimensionali, operative ed organizzative nonché aree d'affari differenti.

In merito alle principali limitazioni e difficoltà valutative incontrate si segnalano in particolare le seguenti:

- i metodi di valutazione utilizzati dagli Amministratori e dal Consulente hanno comportato l'utilizzo di dati previsionali predisposti dalla Direzione di E.Capital, per loro natura aleatori ed incerti in quanto sensibili al mutamento di variabili macro economiche, a fenomeni esogeni all'azienda, al livello di capitale impiegato, nonché basati anche su un insieme di assunzioni ipotetiche relative ad eventi futuri e ad azioni della Direzione, che non necessariamente si verificheranno.
- Nella valutazione di Mittel gli Amministratori e il Consulente non hanno utilizzato delle metodologie fondate sul piano industriale della Società. Si nota peraltro che il prezzo di borsa dovrebbe essere in grado di esprimere le aspettative maturate dagli investitori anche in relazione alle prospettive di sviluppo attese per la Società. Le quotazioni di borsa delle azioni di Mittel successive alla data di comunicazione al mercato degli obiettivi del piano industriale 2008-2010 dovrebbero riflettere anche il valore attribuito dal mercato a suddetto piano.
- Nell'applicazione dei metodi di valutazione sono stati utilizzati dati relativi a quotazioni di borsa e previsioni degli analisti finanziari che sono soggetti a fluttuazioni, anche significative, a causa delle turbolenze dei mercati.

Le suddette limitazioni e difficoltà sono state da noi tenute in attenta considerazione ai fini dell'emissione della presente relazione.

10. CONCLUSIONI

Sulla base della documentazione esaminata e delle procedure sopra indicate, e tenuto conto della natura e portata del nostro lavoro, come illustrate nella presente relazione, e ferme restando le limitazioni e difficoltà valutative di cui al precedente paragrafo 9., riteniamo che i metodi di valutazione adottati dagli Amministratori, anche sulla base delle indicazioni del Consulente, siano adeguati, in quanto nella circostanza ragionevoli e non arbitrari, e che gli stessi siano stati correttamente applicati ai fini della determinazione del prezzo di emissione, pari a Euro 5,55 per azione, e del numero di nuove azioni di Mittel, pari a n. 4.504.505, per l'aumento di capitale al servizio del conferimento del 50,001% di E.Capital, da effettuarsi con esclusione del diritto d'opzione.

DELOITTE & TOUCHE S.p.A.



Vittorio Frigerio
Socio

Milano, 11 luglio 2008