

N. 4425 di rep.

N. 2295 di racc.

**Verbale di assemblea straordinaria
di società quotata
Repubblica Italiana**

L'anno 2008 (duemilaotto)

il giorno 29 (ventinove)

del mese di luglio

alle ore 17,10 (diciassette e dieci)

in Milano, nella casa in piazza Belgioioso n. 1.

Avanti a me **Carlo Marchetti**, notaio in Rho, iscritto presso il Collegio Notarile di Milano, è comparso il signor:

- **Bazoli professor avvocato Giovanni**, nato a Brescia il 18 dicembre 1932, domiciliato per la carica in Milano, piazza Diaz n. 7, della cui identità personale io notaio sono certo, il quale, nella sua qualità di Presidente del Consiglio di Amministrazione e nell'interesse della società per azioni quotata

"Mittel S.p.A."

con sede in Milano, piazza Diaz n. 7, capitale sociale Euro 66.000.000 interamente versato, codice fiscale e numero di iscrizione al Registro delle Imprese di Milano: 00742640154, iscritta al R.E.A. di Milano al n. 52219,

mi chiede di far constare dell'assemblea straordinaria della società medesima qui riunitasi in prima convocazione giusta l'avviso di cui infra per discutere e deliberare sull'ordine del giorno pure infra riprodotto.

Aderendo alla fattami richiesta, do atto che l'assemblea si svolge come segue.

Assume la presidenza dell'assemblea, a norma dell'art. 17 dello statuto sociale, il Comparente, il quale ricorda, comunica e dà atto di quanto segue:

- è in funzione un impianto di registrazione dell'assemblea, allo scopo di facilitare la verbalizzazione; gli azionisti che vorranno intervenire sono pertanto pregati di usufruire del microfono e di annunciare il proprio nome e cognome precisando se presenti in proprio o per delega (e, in tal caso, l'azionista delegante);
- i dati personali raccolti mediante registrazione, così come in sede di accredito per la partecipazione ai lavori, saranno trattati ai soli fini del regolare svolgimento dell'assemblea e per la verbalizzazione;
- l'avviso di convocazione contenente l'ordine del giorno è stato pubblicato sul quotidiano "Il Sole 24 Ore" del 25 giugno 2008, come previsto dall'art. 14 dello statuto sociale;
- sono presenti, oltre ad esso Comparente, i consiglieri Romain Zaleski (Vice Presidente), Giovanni Gorno Tempini (Amministratore Direttore Generale), Giorgio Franceschi, Giambattista Montini, Gianpietro Palazzani, Duccio Regoli e Mauro Stefana, ed i sindaci Franco Dalla Sega ed Alfredo Fossati;
- hanno giustificato l'assenza gli altri consiglieri e l'al-

tro sindaco;

- il capitale sociale è di Euro 66.000.000. suddiviso in n. 66.000.000 azioni ordinarie del valore nominale di Euro 1,00 ciascuna. La società non detiene azioni proprie;
- sono presenti in questo momento n. 88 azionisti rappresentanti in proprio n. 19.992.470 azioni e per delega n. 20.339.604 azioni per complessive n. 40.332.074 azioni, tempestivamente depositate, pari al 61,1% del capitale sociale;
- l'elenco degli azionisti intervenuti, in proprio e per delega, con l'indicazione del numero delle rispettive azioni, sarà allegato al verbale dell'assemblea ed è messo a disposizione dei soci presenti;
- è stata effettuata la verifica della rispondenza delle deleghe a norma dell'art. 2372 c.c.;
- sono presenti in assemblea i rappresentanti della società di revisione, alcuni dipendenti, collaboratori ed Amministratori del Gruppo Mittel e di società collegate per ragioni di servizio e, come risulta dall'elenco allegato al presente verbale, giornalisti e analisti finanziari;
- ad oggi, sulla base delle risultanze del Libro Soci, integrate dalle comunicazioni ricevute ai sensi dell'art. 120 del T.U. 58/98 e da altre informazioni a disposizione, la percentuale del capitale sociale posseduta da azionisti con diritto di voto in misura superiore al 2% risulta essere pari al 64,316% per un totale di n. 42.449.078 azioni;
- l'elenco degli azionisti con diritto di voto superiore al 2%, con indicazione per ciascuno di essi il numero di azioni possedute e la percentuale di possesso del capitale sociale, è il seguente:

Azionista	n. azioni	%
CARLO TASSARA S.p.A.	13.393.479	20,293%
Efiparind B.V.:		
indirettamente tramite		
ITALMOBILIARE S.p.A.	8.522.756	12,913%
FONDAZIONE CASSA DI RISPARMIO DI		
TRENTO E ROVERETO	7.670.971	11,622%
ISTITUTO ATESINO		
DI SVILUPPO S.p.A.	6.539.380	9,908%
Opera Educazione Cristiana:		
indirettamente tramite:		
La Scuola S.p.A.	3.300.000	5,000%
MANULI REALTOR S.r.l.	3.022.492	4,580%
Totale	42.449.078	64,316%

- la Società ha regolarmente espletato nei confronti della Consob gli adempimenti informativi di cui alla Delibera 11971/99 e successive modifiche ed integrazioni;
- la documentazione relativa all'argomento all'ordine del giorno è stata fatta oggetto degli adempimenti pubblicitari contemplati dalla disciplina applicabile, in particolare:
- la Relazione illustrativa del Consiglio di Amministrazione

relativa alla proposta di cui all'unico punto all'ordine del giorno è stata depositata in data 14 luglio 2008 presso la sede sociale e presso Borsa Italiana S.p.A.;

-- il parere della società di revisione sulla congruità del prezzo di emissione delle azioni predisposta ai sensi dell'art. 158, comma 2, del D. Lgs. 58/1998 è stata depositata in data 14 luglio 2008 presso la sede sociale e presso Borsa Italiana S.p.A.;

-- la relazione di stima di cui all'art. 2343 c.c., redatta in data 12 giugno 2008 dall'esperto dr.ssa Maddalena Dal Moro, nominato dal tribunale di Milano in data 27 maggio 2008, ed asseverata di giuramento presso il medesimo Tribunale in data 13 giugno 2008, è stata depositata in data 14 luglio 2008 presso la sede sociale e presso Borsa Italiana S.p.A.;

- copia di detto materiale è a disposizione all'ingresso della sala, è stato reso disponibile sul sito internet della società ed è stato inviato agli azionisti che ne hanno fatto richiesta;

- i documenti sopra menzionati verranno allegati al verbale come parte integrante e sostanziale dello stesso. Più precisamente, si allegano sotto "A", in un unico fascicolo:

(i) una copia della la Relazione illustrativa del Consiglio di Amministrazione;

(ii) una copia del parere della società di revisione sulla congruità del prezzo di emissione delle azioni e

(iii) l'originale della relazione di stima di cui all'art. 2343 c.c., redatta dall'esperto dottoressa Maddalena Dal Moro;

- per quanto consta alla società, non esistono patti, in qualunque forma stipulati, aventi per oggetto l'esercizio dei diritti spettanti alle azioni, il trasferimento delle stesse o alcuna delle fattispecie previste dall'art. 122 del D.Lgs. 58/1998;

- l'elenco dei soci che hanno partecipato all'assemblea in proprio e per delega, con il rispettivo numero delle azioni, sarà inviato alla Consob con l'attestazione della veridicità dello stesso e allegato al presente verbale;

- gli azionisti sono invitati a voler segnalare l'eventuale carenza di legittimazione al voto ai sensi della vigente normativa;

- chi si assentasse, anche solo temporaneamente, dovrà darne comunicazione alle persone incaricate che si trovano all'uscita della sala e ciò per permettere la regolarità dello svolgimento dell'assemblea e delle operazioni di voto.

* * *

Il Presidente, tutto quanto sopra premesso, dichiara pertanto l'assemblea validamente costituita in prima convocazione ed atta a deliberare sull'argomento all'ordine del giorno che reca: **Proposta di aumento a pagamento del capitale sociale, con esclusione del diritto di opzione ai sensi dell'art. 2441, comma 4) codice civile per nominali Euro 4.504.505, me-**

diante emissione di n. 4.504.505 nuove azioni ordinarie, del valore nominale di Euro 1,00 ciascuna, ad un prezzo unitario di emissione pari a Euro 5,55, di cui Euro 4,55 a titolo di sovrapprezzo, per un controvalore totale pertanto (nominale e sovrapprezzo) di Euro 25.000.002,75, riservato a E.C. INVESTIMENTI S.r.l., socio di E.CAPITAL PARTNERS S.p.A., da liberarsi mediante il conferimento in natura di n. 79.579 azioni, pari al 50,001% del capitale sociale di E.CAPITAL PARTNERS S.p.A.: delibere inerenti e conseguenti.

Il Presidente, previa comunicazione che non è pervenuta alla società alcuna richiesta di integrazione dell'ordine del giorno, ai sensi dell'art. 126-bis del D. Lgs. n. 58/1998, passa quindi alla trattazione del predetto unico punto all'ordine del giorno ed, al proposito, illustra sinteticamente la complessiva operazione di acquisizione del 100% del capitale sociale di E.CAPITAL PARTNERS S.p.A., precisando quanto segue:

- tale operazione prevede:

-- il conferimento del 50,001% del capitale sociale di quest'ultima a fronte di un aumento del capitale sociale di Mittel S.p.A. per un controvalore complessivo di Euro 25.000.002,75, e più precisamente a fronte della emissione di n. 4.504.505 nuove azioni ordinarie Mittel S.p.A. (godimento 1/10/2007) del valore nominale di Euro 1,00 ciascuna, ad un prezzo unitario di emissione pari a Euro 5,55, di cui Euro 4,55 a titolo di sovrapprezzo;

-- l'acquisizione delle rimanenti n. 79.575 azioni di E.CAPITAL PARTNERS (pari al 49,999%) per il prezzo di Euro 25 milioni mediante pagamento in contanti con le seguenti modalità:
(i) Euro 20 milioni al closing dell'operazione;
(ii) Euro 5 milioni differiti e condizionati al raggiungimento di un Ebitda 2008 minimo prestabilito e alla permanenza del rapporto di collaborazione dei soci di E.CAPITAL PARTNERS attualmente operativi;

- a conclusione dell'operazione E.C. INVESTIMENTI S.r.l. - socio di E.CAPITAL PARTNERS - in virtù delle azioni di Mittel S.p.A. che riceverà a fronte del conferimento in natura - deterrà una partecipazione pari a circa il 6,3889% del capitale sociale di Mittel S.p.A.;

- l'aumento di capitale oggi proposto sarà eseguito e quindi produrrà i suoi effetti successivamente all'iscrizione nel Registro delle Imprese di Milano della delibera che l'Assemblea Straordinaria è chiamata ad approvare ai sensi dell'art. 2436 codice civile, e successivamente al rilascio da parte di Banca d'Italia del nulla osta previsto dall'art. 15 del T.U.F. in relazione all'acquisto indiretto della partecipazione del 20% nel capitale sociale di CASTELLO SGR S.p.A., detenuta da E.CAPITAL PARTNERS, ovvero al decorrere del termine di 90 giorni previsto dall'art. 15, comma 2 del T.U.F., senza che Banca d'Italia abbia emanato un provvedi-

mento di divieto all'acquisizione suddetta;

- al momento si ritiene che l'atto di conferimento possa essere perfezionato entro la fine del mese di settembre;

- le azioni di nuova emissione rappresentano meno del 10% delle azioni già ammesse alla negoziazione, non essendosi quindi proceduto alla redazione ed alla pubblicazione del prospetto informativo, come previsto dall'art. 57 del regolamento Consob 11971/1999;

- le nuove azioni saranno ammesse alla negoziazione sul Mercato organizzato e gestito da Borsa Italiana al pari delle azioni attualmente in circolazione;

- ai sensi dell'art. 2343, comma 3, codice civile, le azioni ordinarie emesse a fronte del conferimento in natura saranno peraltro inalienabili fino a quando gli Amministratori non abbiano controllato le valutazioni contenute nella relazione giurata dell'esperto.

Proseguendo, il Presidente, poiché la documentazione citata è stata depositata a norma di legge, è stata distribuita a tutti gli intervenuti, è stata pubblicata sul sito internet della società ed è stata inviata agli azionisti che ne hanno fatto richiesta, al fine di rendere più ampio il tempo a disposizione degli interventi degli azionisti e delle richieste di chiarimenti, propone di omettere la lettura della Relazione illustrativa del Consiglio di Amministrazione relativa alla proposta di cui al suddetto punto all'ordine del giorno, del parere della società di revisione sulla congruità del prezzo di emissione delle azioni predisposta ai sensi dell'art. 158, comma 2, del D. Lgs. 58/1998, della relazione di stima di cui all'art. 2343 c.c., redatta in data 12 giugno 2008 dall'esperto dr.ssa Maddalena Dal Moro designato dal Tribunale di Milano.

L'assemblea unanime approva.

Su invito del Presidente, il dott. Franco Dalla Sega attesta che l'attuale capitale sociale di Euro 66.000.000 risulta interamente sottoscritto, versato ed esistente.

Sempre su invito del Presidente, io notaio do lettura della proposta di delibera infra trascritta, previa precisazione che la stessa, rispetto al testo contenuto nella Relazione, prevede un termine massimo, puramente indicativo, per l'esecuzione dell'operazione.

Il Presidente dichiara aperta la discussione sull'unico punto all'ordine del giorno.

Nessuno chiedendo la parola, il Presidente:

- dichiara chiusa la discussione;

- comunica che i presenti sono invariati;

- invita, ai fini della votazione ed ai sensi delle vigenti disposizioni di legge, a far presente l'eventuale carenza di legittimazione al voto, anche ai sensi dell'art. 108 del Decreto Legislativo 385/93 e del Decreto del Ministero del Tesoro 30.12.1998 n. 517;

- pone in votazione palese per alzata di mano (ore 17,35) la proposta di delibera di cui io notaio ho dato in precedenza lettura in assemblea e qui di seguito trascritta:

"L'assemblea straordinaria di Mittel S.p.A.

- esaminata e discussa la proposta di aumento del capitale sociale, mediante conferimento di partecipazione con conseguente esclusione del diritto di opzione;

- esaminata la relazione illustrativa del Consiglio di Amministrazione;

- preso atto della relazione peritale redatta ai sensi degli articoli 2440 e 2343 del codice civile, dalla dr.ssa Maddalena Dal Moro esperto incaricato, in data 27 maggio 2008, dal Tribunale di Milano per la relazione di stima ex artt. 2343 e 2440 codice civile;

- preso atto del parere di congruità del prezzo di emissione delle azioni espresso, ai sensi dell'art. 158 del D.Lgs 58/98, dalla società di revisione Deloitte & Touche S.p.A.,

delibera

1.- di aumentare il capitale sociale a pagamento, con esclusione del diritto di opzione ai sensi dell'art. 2441, comma 4, codice civile, per nominali Euro 4.504.505 (quattromilionicinquecentoquattromilacinquecentocinque), mediante emissione di n. 4.504.505 (quattromilionicinquecentoquattromilacinquecentocinque) nuove azioni ordinarie, del valore nominale di Euro 1,00 (uno virgola zero zero) ciascuna, ad un prezzo unitario di emissione pari a Euro 5,55 (cinque virgola cinquantacinque), di cui Euro 4,55 (quattro virgola cinquantacinque) a titolo di sovrapprezzo, per un controvalore totale complessivo (nominale e sovrapprezzo) di Euro 25.000.002,75 (venticinquemilionidue virgola settantacinque).

Detto aumento sarà riservato a E.C. INVESTIMENTI S.r.l., socio di E.CAPITAL PARTNERS S.p.A., con esclusione del diritto di opzione ai sensi dell'art. 2441, comma 4, codice civile, in quanto da liberarsi, entro il 31 (trentuno) marzo 2009 (duemilanove), mediante il conferimento in natura di n. 79.579 (settantanovemilacinquecentosettantanove) azioni ordinarie, pari a al 50,001% (cinquanta virgola zero zero uno per cento) del capitale sociale della società E.CAPITAL PARTNERS S.p.A., con sede in Milano, Piazza Meda n. 3, iscritta al Registro Imprese di Milano, cod. fisc. 13063820156;

2.- di modificare conseguentemente l'articolo 6 (sei) dello Statuto Sociale come segue:

"Articolo 6 - Capitale sociale e azioni

Il capitale sociale è di Euro 66.000.000 (sessantaseimilioni), ed è diviso in numero 66.000.000 (sessantaseimilioni) azioni da nominali Euro 1.00 (uno) cadauna.

L'assemblea straordinaria della società in data 29 luglio 2008, ha deliberato di aumentare il capitale sociale a pagamento, con esclusione del diritto di opzione ai sensi dell'art. 2441, comma 4, codice civile per nominali Euro

4.504.505 (quattromilionicinquecentoquattromilacinquecentocinque), mediante emissione di n. 4.504.505 (quattromilionicinquecentoquattromilacinquecentocinque) nuove azioni ordinarie, del valore nominale di Euro 1,00 (uno virgola zero zero) ciascuna, ad un prezzo unitario di emissione pari a Euro 5,55 (cinque virgola cinquantacinque), di cui Euro 4,55 (quattro virgola cinquantacinque) a titolo di sovrapprezzo, per un controvalore totale (nominale e sovrapprezzo) di Euro 25.000.002,75 (venticinquemilionidue virgola settantacinque), da liberarsi mediante conferimento in natura di n. 79.579 (settantanovemilacinquecentosettantanove) azioni ordinarie della società E.CAPITAL PARTNERS S.p.A."

(invariato il resto)

3.- di conferire mandato al Presidente del Consiglio di Amministrazione affinché compia tutti gli atti e le formalità necessarie per dare attuazione a quanto sopra deliberato, apportando se del caso alla suddetta delibera ogni modifica di carattere non sostanziale eventualmente richiesta in fase di iscrizione nel registro delle imprese, con facoltà di farsi sostituire da procuratori speciali e pattuire ogni e qualsiasi clausola all'uopo ritenuta opportuna nell'interesse della Società, nonché di emettere le relative azioni, effettuare l'attestazione di cui all'art. 2444 codice civile ed eseguire, ai sensi dell'art. 2436 codice civile, il deposito dello statuto riportante la cifra aggiornata del capitale sociale".

L'assemblea approva all'unanimità

Il Presidente proclama il risultato.

Più nulla essendovi da deliberare, il Presidente dichiara chiusa l'Assemblea alle ore 17,40 (diciassette e quaranta)

Il Presidente consegna a me notaio:

- l'elenco nominativo degli intervenuti in assemblea che al presente verbale allego sotto "B"

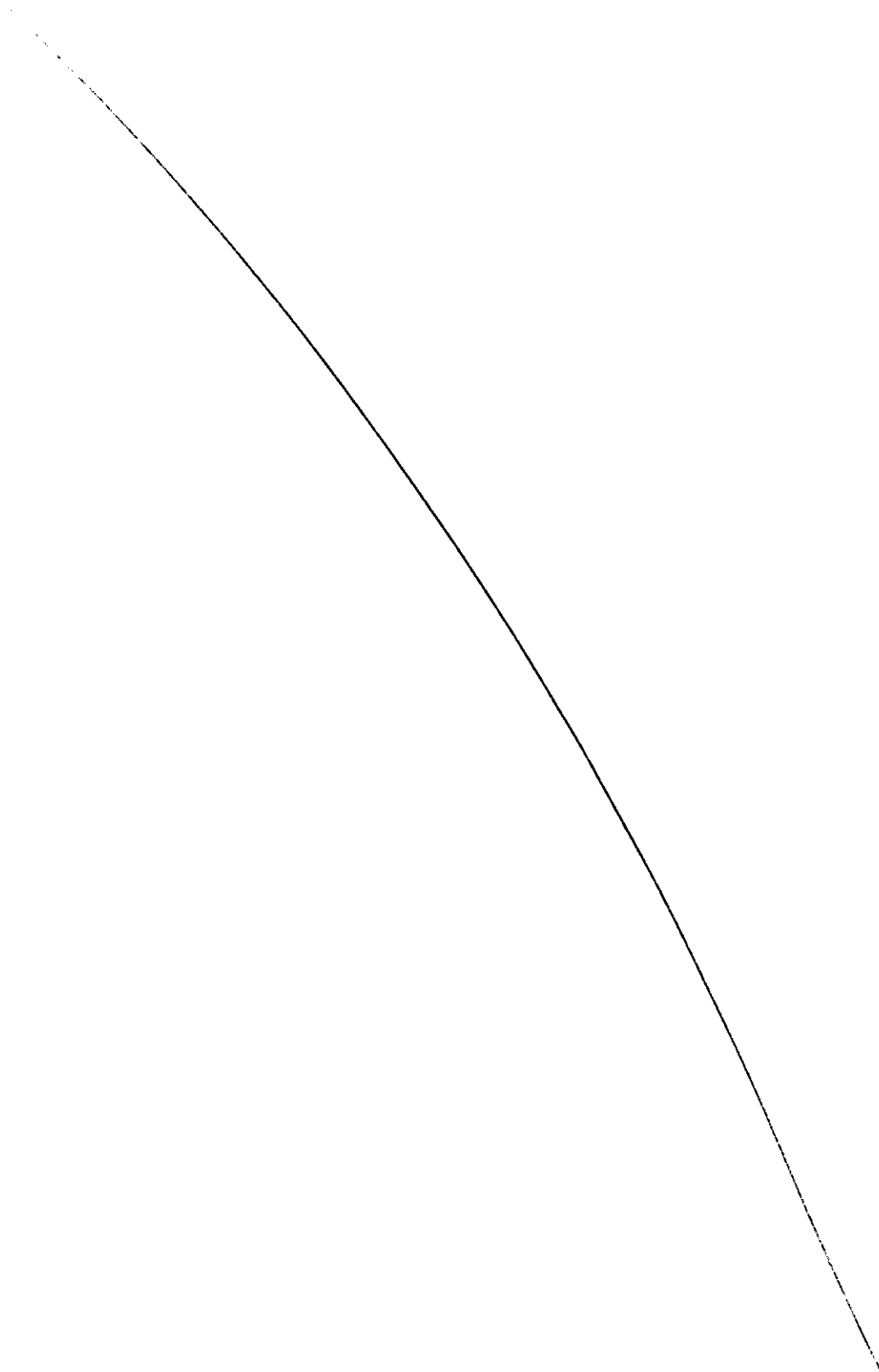
- lo statuto sociale aggiornato in conseguenza delle deliberazioni come sopra assunte che al presente verbale allego sotto "C".

Del presente ho dato lettura al comparente che lo approva e con me sottoscrive omessa per sua dispensa la lettura degli allegati.

Consta di nove fogli scritti con mezzi meccanici da persona di mia fiducia e di mio pugno completati per pagine diciassette e della diciottesima pagina per righe due sin qui.

F.to Giovanni Bazoli

F.to Carlo Marchetti notaio



All "A" al n. 4425/2295 di
rep.

Relazione illustrativa del Consiglio di Amministrazione
Predisposta ai sensi dell'art. 2441, sesto comma, Codice Civile,
dell'art. 70, terzo comma, del Regolamento CONSOB 11971/99 e dell'art. 3 del D.M. 437/98.

Signori Azionisti,

il Consiglio di Amministrazione di Mittel S.p.A. Vi ha convocato in Assemblea Straordinaria per deliberare, ai sensi e per gli effetti dell'articolo 2441, comma 4, del codice civile, in merito alla proposta di aumento del 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, del valore nominale di Euro 1,00 ciascuna, con sovrapprezzo per ciascuna azione di Euro 4,55, per un prezzo unitario di emissione pari a Euro 5,55 ed un controvalore totale pertanto (nominale e sovrapprezzo) di Euro 25.000.002,75, riservato a E.C. INVESTIMENTI S.r.l., socio di E.CAPITAL PARTNERS S.p.A., da liberarsi mediante il conferimento di n. 79.579 azioni, pari al 50,001% del capitale sociale di E.CAPITAL PARTNERS S.p.A.

La presente relazione è redatta in conformità alle previsioni di cui agli articoli 2441, comma 6, del codice civile, 70, comma 3, del Regolamento adottato con delibera Consob del 14 maggio 1999, n. 11971, secondo i criteri generali indicati nell'Allegato 3A del Regolamento Emittenti, nonché ai sensi dell'articolo 3 del D.M. 5 novembre 1998, n. 437.

1. Illustrazione dell'operazione

L'operazione sottoposta al Vostro esame e alla Vostra approvazione consiste in un aumento di capitale riservato a E.C. INVESTIMENTI S.r.l., socio di E.CAPITAL PARTNERS S.p.A., da liberarsi mediante conferimento in natura di n. 79.579 azioni ordinarie da questi detenute nel capitale sociale di E.CAPITAL PARTNERS S.p.A. a fronte dell'emissione, da parte di Mittel S.p.A., di n. 4.504.505 nuove azioni ad un prezzo unitario pari a Euro 5,55, di cui Euro 4,55 a titolo di sovrapprezzo, per un controvalore complessivo pari ad Euro 25.000.002,75.

Il Gruppo E.CAPITAL PARTNERS è contraddistinto da tre realtà: la Capogruppo E.Capital Partners S.p.A. che svolge l'attività di consulenza di M&A e corporate finance; ECPI S.r.l. (detenuta al 100% dalla

Capogruppo) che svolge l'attività di Investment Management Advisory, ed ECP International S.A. (detenuta al 100% dalla Capogruppo), società di diritto lussemburghese che svolge la stessa attività di ECPI S.r.l. rivolgendosi esclusivamente al mercato estero. Inoltre E.Capital Partners S.p.A. detiene una partecipazione del 20% nel capitale sociale di Castello SGR S.p.A., società che gestisce alcuni Fondi chiusi immobiliari ad apporto tematico riservati ad investitori qualificati.

L'aumento di capitale si inquadra in una più complessa operazione diretta all'acquisizione, da parte di Mittel S.p.A., della totalità delle azioni rappresentanti il capitale di E.CAPITAL PARTNERS S.p.A. da realizzarsi nell'ambito del progetto finalizzato all'ingresso nell'attività di Investment Management Advisory, attività che fornisce servizi e consulenza ad alto valore aggiunto per asset manager ed istituzioni bancarie Internazionali, con specifica attenzione al comparto innovativo della finanza etica e degli investimenti ESG (Environment, Social, Governance) compatibili.

Attraverso questa acquisizione, Mittel rafforza significativamente la propria presenza nell'area corporate finance, potenziando l'offerta di advisory nel M&A, nel real estate e nella finanza agevolata. L'acquisizione di E.CAPITAL PARTNERS aggiunge un team perfettamente complementare a quello di Mittel, creando forti sinergie nelle aree operative del corporate lending, merchant banking, private equity e investimenti immobiliari ed ampliando la gamma di servizi offerta alla propria clientela.

E.CAPITAL PARTNERS S.p.A., società indipendente di investment management advisory e di corporate finance, fondata nel 2000 e già presieduta dal prof. Claudio Demattè, con sede a Milano, fornisce servizi ad aziende, investitori istituzionali, banche, asset manager, fondi di private equity ed enti locali.

I servizi di consulenza di E.CAPITAL PARTNERS comprendono mergers & acquisitions, grants advisory, ricerca e indici ESG (Environmental, Social, Governance) e SRI (Socially Responsible Investment), screening di portafoglio. ECPI è il brand Internazionale di E.CAPITAL PARTNERS attivo dal 1997 nella Ricerca ESG (Environment, Social, Governance) e nello sviluppo, calcolo e pubblicazione di indici di mercato (Indici ECPI®).

E.CAPITAL PARTNERS ha realizzato nell'esercizio 2007 un utile consolidato pari a Euro 4,033 milioni.

Il patrimonio netto consolidato è pari a Euro 6,306 milioni. La Capogruppo E.CAPITAL PARTNERS S.p.A. ha chiuso l'esercizio al 31/12/2007 registrando un utile di Euro 4,450 milioni e con un patrimonio netto di Euro 6,722 milioni.

In data 15 maggio 2008 **Mittel S.p.A.** ha sottoscritto con i venditori un accordo quadro contenente i termini e le condizioni alle quali dar corso all'acquisizione del 100% del capitale sociale di **E.CAPITAL PARTNERS S.p.A.** ed alla sua integrazione con **Mittel S.p.A.**.

L'Accordo Quadro prevede:

- l'impegno da parte di **E.C. INVESTIMENTI S.r.l.**, socio di **E.CAPITAL PARTNERS**, a sottoscrivere un aumento di capitale di **Mittel S.p.A.** con esclusione del diritto di opzione ai sensi dell'art. 2441, comma 4, codice civile – di cui si riferisce nella presente relazione – da deliberarsi da parte dell'Assemblea Straordinaria di **Mittel S.p.A.** e da liberarsi mediante conferimento di complessive n. 79.579 azioni ordinarie di **E.CAPITAL PARTNERS**, pari al 50,001% del capitale sociale della medesima; per effetto della sottoscrizione dell'aumento, **E.C. INVESTIMENTI S.r.l.**, socio di **E.CAPITAL PARTNERS**, acquisterà la proprietà di n. 4.504.505 azioni ordinarie **Mittel S.p.A.**, di nuova emissione (godimento 1/10/2007) rivenienti dall'aumento di capitale ad esso riservato.
- l'impegno ad acquisire le rimanenti n. 79.575 azioni di **E.CAPITAL PARTNERS** per il prezzo di Euro 25 milioni mediante pagamento in contanti con le seguenti modalità:
 - Euro 20 milioni al closing dell'operazione;
 - Euro 5 milioni differiti e condizionati al raggiungimento di un Ebitda 2008 minimo prestabilito e alla permanenza del rapporto di collaborazione dei soci di **E.CAPITAL PARTNERS** attualmente operativi;

Il corrispettivo complessivo dell'operazione (parte in contanti, parte mediante attribuzione di azioni **Mittel** valorizzate a Euro 5,55 ciascuna) si attesta a Euro 50 milioni.

A conclusione dell'operazione **E.C. INVESTIMENTI S.r.l.** - socio di **E.CAPITAL PARTNERS** - in virtù delle azioni di **Mittel S.p.A.** che riceverà a fronte del conferimento in natura - deterrà una quota pari a circa il 6,3889% del capitale sociale di **Mittel S.p.A.**.

L'efficacia delle obbligazioni assunte dalle parti con la sottoscrizione dell'Accordo Quadro è sospensivamente condizionata, fra l'altro, (i) alla delibera, da parte dell'Assemblea Straordinaria di **Mittel S.p.A.**, dell'aumento di capitale necessario per l'emissione delle nuove azioni di cui è prevista l'assegnazione, nei termini sopra specificati, al socio **E.C. INVESTIMENTI S.r.l.**, quale parte del corrispettivo pattuito per l'acquisizione del 50,001% del capitale sociale di **E.CAPITAL PARTNERS**, nonché al

pagamento del rimanente 49,999% quale corrispettivo da pagare in contanti, secondo le modalità precedentemente riportate, agli altri soci di **E.CAPITAL PARTNERS S.p.A.** (ii) al rilascio da parte di Deloitte & Touche S.p.A., di un parere ai sensi dell'art. 158 del D.Lgs. 58/98 che confermi la congruità del prezzo di emissione delle nuove azioni di **Mittel S.p.A.** a fronte del conferimento in natura, (iii) al rilascio da parte di Banca d'Italia del nulla osta previsto dall'art. 15 del T.U.F. in relazione all'acquisto indiretto della partecipazione del 20% nel capitale sociale di **CASTELLO SGR S.p.A.**, detenuta da **E.CAPITAL PARTNERS S.p.A.**, ovvero al decorrere del termine di 90 giorni previsto dall'art. 15, comma 2 del T.U.F., senza che Banca d'Italia abbia emanato un provvedimento di divieto all'acquisizione suddetta.

2. Ragioni del conferimento, benefici attesi e riflessi sui programmi gestionali della Società

Plurime ragioni di evidente interesse sociale hanno indotto il Consiglio di Amministrazione di **Mittel S.p.A.** a valutare positivamente l'operazione e così l'aumento di capitale da liberarsi mediante conferimento in natura del 50,001% del capitale sociale di **E.CAPITAL PARTNERS**. Esse possono essere sintetizzate come segue:

- primo significativo passo di una crescita graduale e coerente della Società, volta a potenziare le aree operative esistenti;
- ingresso nell'Investment Management Advisory, attività che fornisce servizi e consulenza ad alto valore aggiunto per asset manager ed istituzioni bancarie Internazionali, con specifica attenzione al comparto innovativo della finanza etica e degli investimenti ESG (Environment, Social, Governance) compatibili;
- creazione di benefici e sinergie di ricavo tra la realtà di **E.CAPITAL PARTNERS** e quella di **Mittel**, anche se va sottolineato che tali sinergie non sono state considerate in sede di valutazione economica della partecipazione conferita;
- operatività in un'area di attività che ben si concilia con l'immagine di **Mittel** sul mercato, vale a dire quella di soggetto indipendente il cui operato è, da sempre, caratterizzato da principi di eccellenza di comportamento.

In particolare, poi, la scelta di procedere ad un aumento di capitale mediante conferimento in natura delle azioni rappresentanti il 50,001% del capitale sociale di **E.CAPITAL PARTNERS** è dettata dalle seguenti ragioni di opportunità:

- un minore esborso per cassa a carico di **Mittel S.p.A.**: come sopra evidenziato, infatti, parte del

corrispettivo per il pagamento delle azioni rappresentanti il 50,001% del capitale sociale di **E.CAPITAL PARTNERS** verrà corrisposto in azioni Mittel di nuova emissione;

- la permanenza del rapporto di collaborazione dei soci di **E.CAPITAL PARTNERS** attualmente operativi nella stessa e la condivisione da parte di questi ultimi del più ampio progetto di sviluppo di Mittel.

3. Valutazioni di congruità dei termini del conferimento del 50,001% del capitale sociale di **E.CAPITAL PARTNERS**

Il Consiglio di Amministrazione, nel determinare i termini dell'acquisizione di **E.CAPITAL PARTNERS** ed in particolare del conferimento del 50,001% del capitale sociale della stessa, ha adottato le procedure di legge e ha compiuto le valutazioni necessarie volte a tutelare l'interesse degli azionisti a fronte dell'esclusione del loro diritto di opzione, nonché l'integrità del capitale sociale di Mittel S.p.A..

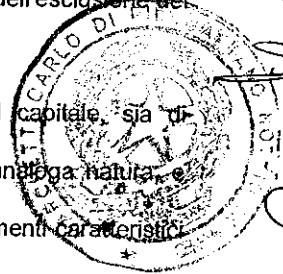
Sono stati, pertanto, identificati i criteri di determinazione del valore economico del capitale, sia di **E.CAPITAL PARTNERS**, sia di Mittel S.p.A., generalmente applicati in operazioni di analogia natura, e comunque tali da dover essere applicati in modo omogeneo, compatibilmente con gli elementi caratteristici delle singole società oggetto di valutazione.

Il Consiglio di Amministrazione, nell'identificare detti criteri, ha adottato quelli più prudentiali e consoni a mantenere invariato il necessario rapporto tra capitale sociale e mezzi propri di Mittel S.p.A., così come previsto dalle norme del codice civile a presidio dell'integrità del capitale sociale, avvalendosi all'uopo della consulenza del prof. Marco Reboa, in qualità di advisory finanziario.

In particolare, sulla base anche dell'attività di consulenza fornita, è stato ritenuto di procedere alla valutazione di Mittel S.p.A. e di **E.CAPITAL PARTNERS** al fine di valutare la congruità del prezzo di emissione delle nuove azioni.

3.1 I criteri di stima adottati.

La scelta dei criteri da applicare per la valutazione economica del capitale delle imprese è diretta funzione delle caratteristiche dell'entità oggetto di stima e degli obiettivi della stima. In particolare, i criteri prescelti devono risultare idonei a "catturare" gli elementi su cui si fonda il valore economico del capitale della specifica impresa considerata (i cosiddetti driver del valore), nonché ad assicurare il pieno conseguimento



Handwritten signature

degli obiettivi che informano la stima ricercata. Il tutto, peraltro, non può prescindere dai criteri di stima che trovano generale accettazione nella prassi operativa e diffusa condivisione in dottrina ed ancor prima, ovviamente, dei criteri previsti dalla normativa vigente.

Ciò precisato, sono stati applicati i seguenti metodi:

- per la valutazione della conferitaria **Mittel S.p.A.**: i criteri di cui all'art. 2441 codice civile., vale a dire il valore del patrimonio netto risultante dalla situazione contabile al 31 marzo 2008, tenendo conto anche dell'andamento dei prezzi di borsa;
- per la valutazione della partecipazione **E.CAPITAL PARTNERS**: il criterio reddituale.

Per quanto riguarda la significatività dei prezzi di borsa, come noto, l'andamento si fonda sul presupposto che il valore attribuibile alla società oggetto di valutazione sia quello desumibile dal prezzo di quotazione delle azioni sul mercato borsistico. Il criterio in esame, peraltro, conduce a risultati significativi solo qualora siano verificate determinate condizioni nella specie sussistenti: la società oggetto di valutazione deve essere dotata di adeguato flottante; i titoli devono essere sufficientemente liquidi; le prospettive del *business* devono essere apprezzate in modo continuativo da un congruo numero di analisti, in modo da consentire la diffusione di informazioni utili perché i prezzi di mercato riflettano adeguatamente le previsioni economiche ed i profili di rischio della società e così via.

Il *criterio 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 criterio 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 criterio reddituale nella versione *sintetica* determina il valore dell'entità sulla base del valore del reddito medio normale atteso capitalizzato alla stregua di una rendita perpetua. Nel caso di specie, per la valutazione di **E.CAPITAL PARTNERS** si è applicato il criterio reddituale sia nella versione analitica sia in quella sintetica.

La scelta effettuata riposa sul fatto che ciascun criterio tende a privilegiare una specifica determinante del valore aziendale, fornendo un specifico contributo alla valutazione. In tal modo, le risultanze delle analisi condotte beneficiano delle relazioni di complementarità che intercorrono tra i differenti criteri valutativi utilizzati. Ciò è vero in quanto:

- Il criterio 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 dell'Emittente sottoposto a valutazione. Nel caso di specie, il criterio appare pienamente coerente con l'obiettivo di pervenire ad un giudizio sulla ragionevolezza del Prezzo di emissione delle nuove azioni. Il criterio in parola in effetti è espressamente indicato al sesto comma dell'art. 2441 codice civile come parametro del quale tener conto per riscontrare il valore patrimoniale;
- Il criterio reddituale è in grado di valorizzare la capacità di **E.CAPITAL PARTNERS** di generare *flussi di reddito*, traducendo quindi in valore economico i "ritorni" periodici assicurati dall'investimento effettuato.

A ciascuno dei criteri e dei riferimenti informativi richiamati è stata attribuita analoga capacità di contribuire alla determinazione del valore ricercato.

Il perseguimento della finalità riconosciuta al prezzo delle azioni di nuova emissione, e cioè la tutela dei diritti patrimoniali dei soci pre-esistenti della **Mittel**, dipende anche dal raffronto di due valori distintamente determinati, vale a dire quello della conferitaria e quello della partecipazione. Ne consegue che la stima di tali valori deve avere a fondamento un medesimo metro di giudizio e quindi che i metodi adottati siano scelti sulla base della loro "coerenza" nella duplice consapevolezza che:

- la finalità primaria delle valutazioni richieste non è soltanto la determinazione dei valori assoluti dei capitali economici della conferitaria e della partecipazione, 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 devono essere pertanto effettuate in base a criteri di omogeneità, sempre in vista dell'obiettivo di pervenire a valori significativamente confrontabili. Il rispetto del criterio dell'omogeneità applicativa trova specifica manifestazione nelle scelte valutative effettuate in merito alle grandezze e ai parametri impiegati negli algoritmi valutativi. Inoltre, in quest'ottica, le grandezze impiegate per le valutazioni delle realtà oggetto di stima devono essere valutate sulla base di una



Handwritten signature

Handwritten signature

prospettiva *stand alone*, vale a dire 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.

Ciò premesso, non è stato possibile applicare i medesimi criteri di valutazione per la conferitaria e per la partecipazione, proprio per le caratteristiche intrinseche alle realtà da stimare. Infatti, il criterio dei prezzi di borsa utilizzato per la valutazione di Mittel, non è applicabile per la valutazione della partecipazione conferita in quanto i titoli di E.CAPITAL PARTNERS non sono negoziati su alcun mercato regolamentato. Si è quindi ritenuto opportuno valutare E.CAPITAL PARTNERS utilizzando un criterio reddituale che, meglio di altri, consente di catturare i *driver* di valore di una realtà che offre servizi consulenziali di natura finanziaria.

3.2 L'applicazione del criterio di stima per la valutazione di Mittel

In via preliminare si è proceduto a determinare il valore del patrimonio netto contabile per azione di Mittel risultante dalla situazione patrimoniale al 31 marzo 2008, come esposto nella tabella successiva.

Situazione patrimoniale semestrale consolidata di Mittel al 31 marzo 2008

(valori in migliaia di euro)

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 e gruppi di attività in via di dismissione	8.867	Patrimonio netto	377.106
Altre attività	61.891		
Totale attivo	604.451	Totale del passivo e del patrimonio netto	604.451

La situazione semestrale è redatta secondo i Principi contabili internazionali IAS/IFRS che, come noto, fanno anche ricorso a valutazioni degli elementi dell'attivo e del passivo al cd. *fair value*, inteso come "il corrispettivo al quale un'attività può essere scambiata tra parti interessate e ben informate in un'operazione tra terzi indipendenti".

Con particolare riferimento alle voci che compongono la situazione patrimoniale di Mittel, si rileva che, tra gli elementi dell'attivo, sono valutati al *fair value* le attività finanziarie - composte sia da attività detenute per la negoziazione (che ammontano a 45.513 migliaia di euro) sia da attività disponibili per la vendita (che

ammontano a 274.699 migliaia di euro) - i crediti e i derivati di copertura. Nel complesso, tali voci compongono circa l'82,11% del totale delle attività iscritte nella situazione semestrale al 31 marzo 2008.

Discorso analogo vale per le passività, di cui circa l'85,48% sono iscritte nella situazione al 31 marzo 2008 secondo il principio del *fair value*.

Il valore per azione di Mittel calcolato sulla base del patrimonio netto contabile al 31 marzo 2008 è pari a 5,71 euro. Il prezzo di emissione delle nuove azioni (5,55 euro) è pertanto sostanzialmente allineato (-2,94%) alla grandezza in esame.

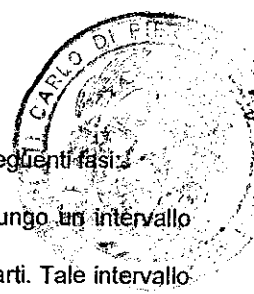
	Euro
Patrimonio netto contabile	377.106.000
n. azioni	66.000.000
Valore per azione	5,71

Tutto ciò premesso si è proceduto a considerare il criterio dei prezzi di borsa secondo le seguenti fasi:

1. esame dell'andamento del titolo Mittel – anche confrontato con l'indice S&P Mib – lungo un intervallo temporale ritenuto idoneo a riflettere prezzi "fatti continuamente" da molteplici controparti. Tale intervallo si estende per 12 mesi e, precisamente, dal 16 maggio 2007 al 15 maggio 2008, a ritroso cioè dal giorno in cui è stata data comunicazione al mercato della delibera consiliare di procedere all'acquisizione del 100% di E.CAPITAL PARTNERS S.p.A..

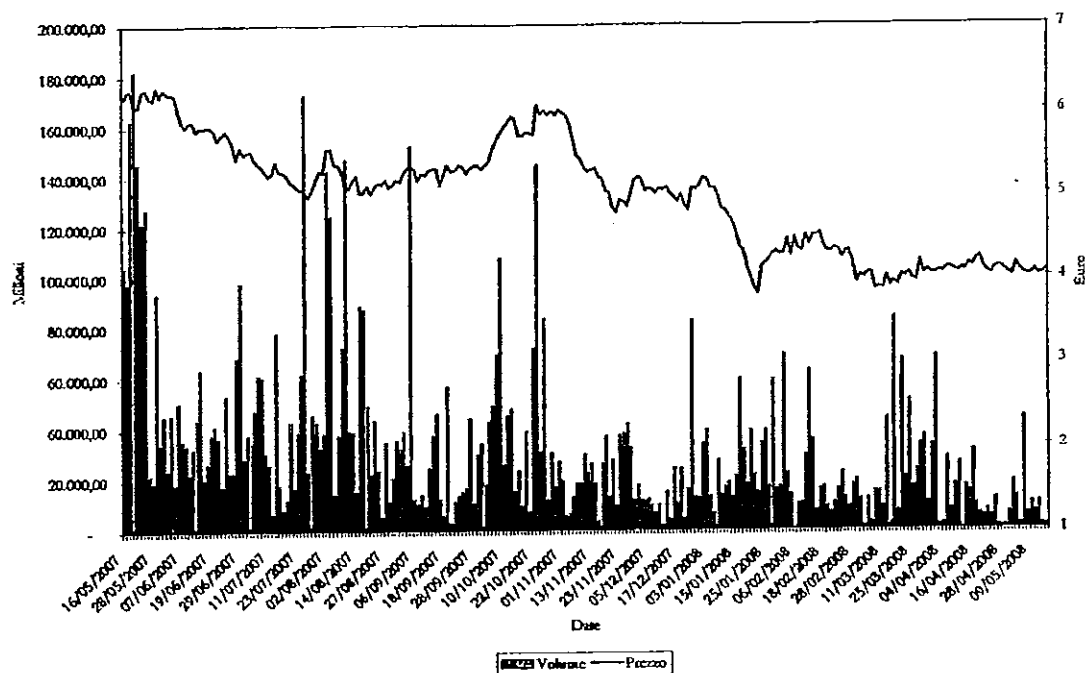
2. calcolo delle medie ponderate dei prezzi di quotazione di Mittel, assumendo a riferimento differenti orizzonti temporali all'interno dell'intervallo di cui al punto precedente (12 mesi, 6 mesi, 3 mesi, 1 mese, il tutto muovendo a ritroso dal 15 maggio 2008); la scelta di assumere a riferimento intervalli temporali diversi risponde all'esigenza di neutralizzare eventuali fluttuazioni di breve periodo che possono condizionare l'andamento della quotazione del titolo.

L'analisi di cui al punto sub 1) trova prima espressione nel grafico sottostante.



Handwritten signature

Andamento della quotazione e del volumi di scambio del titolo Mittel (16 maggio 2007 – 16 maggio 2008)

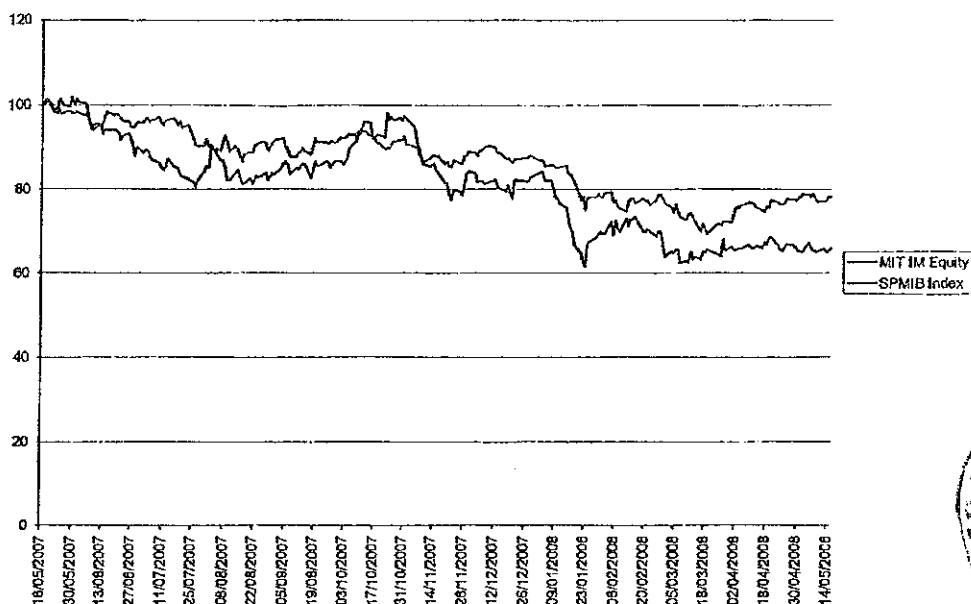


Fonte : elaborazioni su dati forniti dalla banca dati Bloomberg

Nell'intervallo esaminato, il titolo Mittel ha registrato una progressiva flessione passando da 6,16 euro (16 maggio 2007) a 4,06 euro (15 maggio 2008) e si è posizionato entro un range di valori con un minimo di 3,80 euro (23 gennaio 2008) e con un massimo di 6,28 euro (29 maggio 2007). Il titolo, senza dubbio, ha risentito dell'andamento negativo registrato dalla borsa, anche per effetto della cd. "crisi del sub prime" che ha interessato i mercati mondiali a far tempo dalla fine del luglio 2007.

Il confronto tra l'andamento del titolo Mittel e l'andamento dell'indice S&P Mib (tabella sotto riportata) 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.

Andamento della quotazione del titolo Mittel e dell'Indice S&P Mib (16 maggio 2007 – 15 maggio 2008)



Fonte : elaborazioni su dati forniti dalla banca dati Bloomberg

Come anticipato si è poi provveduto a calcolare la media ponderata dei valori di quotazione del titolo della conferitaria assumendo a riferimento differenti orizzonti temporali, a far tempo dal 15 maggio 2008. La tabella successiva mostra i risultati ottenuti in base ai calcoli effettuati.

La quotazione del titolo Mittel con riguardo ai differenti orizzonti temporali considerati

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

I dati riportati in tabella mettono in evidenza come il criterio dei prezzi di borsa conduca a posizionare il valore del titolo Mittel entro un *range* dellimitato, all'estremo inferiore, dalla quotazione a 3 mesi (4,06 euro) e, all'estremo superiore, dalla quotazione a 12 mesi (5,24 euro). Il Prezzo Indicato nell'Accordo quadro è dunque sempre superiore ai prezzi medi compresi nel *range* identificato, generando così un differenziale sempre positivo per singolo periodo considerato, come indicato nella successiva tabella.

Differenza tra il Prezzo e i prezzi medi ponderati

<i>Euro</i>	Media ponderata (valori arrotondati)	Prezzo	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%

Si osserva inoltre che, a ragione della flessione che ha caratterizzato i mercati azionari durante l'orizzonte temporale considerato, il differenziale tra il Prezzo e la media ponderata dei prezzi di borsa è sensibilmente più elevato in relazione al periodo che incorpora le quotazioni più recenti.

Assumendo poi un'interpretazione letterale di quanto indicato dal sesto comma dell'art. 2441 Codice Civile, vale a dire l'osservazione della quotazione del titolo lungo un orizzonte temporale di sei mesi, si evidenzia come il Prezzo di emissione delle nuove azioni (5,55 euro) sia superiore al prezzo medio ponderato espresso dalle quotazioni di borsa (4,40 euro) di circa il 26,00%.

Il premio in oggetto, di per sé di significativa rilevanza, allinea di fatto il prezzo di emissione al valore del patrimonio netto contabile per azione che, pertanto, rappresenta in questo contesto, un parametro comunque non ragionevolmente superabile.

3.3 L'applicazione del criterio di stima per la valutazione di E.CAPITAL PARTNERS.

E.CAPITAL PARTNERS è stata valutata secondo il criterio reddituale *unlevered*, applicato sia nella versione analitica sia in quella sintetica.

3.3.A Il criterio reddituale analitico

L'applicazione del criterio reddituale nella versione analitica ha richiesto: *i)* la previsione dei flussi di reddito operativi netti attesi lungo l'arco temporale assunto a riferimento; *ii)* la quantificazione dei tassi di attualizzazione in base ai quali 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.

Ciò premesso, il criterio in parola è stato sviluppato:

- a livello consolidato, considerando E.CAPITAL PARTNERS come un aggregato unitario;
- a livello di singole aree di business (Investment Management Advisory - IMA; Corporate Finance - CF e Real Estate) in cui operano E.CAPITAL PARTNERS e le sue controllate, sommando tra loro i valori autonomamente attribuibili alle diverse aree di business (cd. sum of the parts)

I flussi di reddito operativi netti

I flussi di reddito prospettici operativi netti di E.CAPITAL PARTNERS sono stati stimati sulla base di un modello previsionale 1° gennaio 2008 – 31 dicembre 2010 redatto dal management della Società. I flussi di reddito operativo sono stati sottoposti a un processo di normalizzazione per eliminare gli effetti prodotti da componenti di reddito straordinari o non ripetitivi e sono stati determinati nei valori indicati nella tabella sottostante.

I flussi di reddito operativi netti per area di business 2008-2010

(valori in migliaia di euro)

	2008	2009	2010
IMA	4.047	5.165	5.736
Corporate Finance	752	1.067	1.421
Real Estate	133	149	284
Totale	4.932	6.381	7.441



Il tasso di attualizzazione

Il tasso di attualizzazione è espressione del costo medio ponderato del capitale investito (wacc). Il tasso in parola è funzione del costo del capitale di proprietà (k_e), del costo del capitale del debito (k_d), nonché della struttura finanziaria aziendale, ovvero dei "pesi" riferibili al capitale proprio $[E/(E+D)]$ e al capitale di debito $[D/(D+E)]$ rispetto al totale delle fonti finanziarie.

Nel caso di specie, E.CAPITAL PARTNERS non presenta debito finanziario e, quindi, il costo medio ponderato del capitale coincide con il costo del capitale proprio (k_e).

Il costo del capitale proprio (k_e) è stato definito, per via analitica, tenendo in considerazione i seguenti elementi:

¹ Il flusso di reddito derivante dall'attività di Real Estate è determinato in base alla quota di partecipazione detenuta da E.CAPITAL PARTNERS S.p.A. in Castello SGR S.p.A. pari al 20%.

Handwritten signature

- a) il risk-free rate, cioè il saggio di rendimento, al netto di imposte, offerto da investimenti liquidi a rischio sostanzialmente nullo;
- b) il premio per il rischio, da portare ad integrazione del risk-free rate al fine di esprimere la maggior remunerazione richiesta per impieghi di capitale proprio nell'impresa considerata;
- c) un fattore correttivo (pari al 25%) al fine di prendere in considerazione il maggiore rischio connesso allo specifico investimento in ragione, tra l'altro, della sua minore liquidabilità sul mercato rispetto ad investimenti in società che hanno i loro titoli quotati sui mercati regolamentati.

Valore residuo

Il valore residuo è stato determinato capitalizzando in perpetuità, ad un appropriato tasso (k'), il flusso di reddito a regime, fatto pari alla media aritmetica dei flussi di reddito operativo netto 2008-2010, e cioè nell'ipotesi che tale risultato sia in grado di esprimere il flusso di risultato conseguibile da E.CAPITAL PARTNERS in condizioni operative normali.

La posizione finanziaria netta

E.CAPITAL PARTNERS non presenta alcuna attività o passività finanziaria e, pertanto, la posizione finanziaria netta è sostanzialmente nulla.

A fini di riscontro, il criterio reddituale analitico è stato applicato anche a livello di singola area di business (Investment Management Advisory - IMA; Corporate Finance - CF e Real Estate) in cui operano E. Capital e le sue controllate, sommando poi tra loro i valori autonomamente attribuibili alle aree di business (cd. sum of the parts). I risultati a cui si è giunti sono riportati alla tabella seguente.

Il valore della Partecipazione secondo il criterio reddituale analitico (sum of the parts)

(valori in migliaia di euro)

	IMA	CF	Real estate	Totale
Valore economico per area di business (100%)	42.546	8.656	1.554	52.756
Valore della PARTECIPAZIONE (50%)	26.378			

3.3.B Il criterio reddituale sintetico

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

Il criterio in parola è stato sviluppato esclusivamente a livello consolidato, considerando cioè E.CAPITAL PARTNERS come un aggregato unitario.

Il flusso di reddito medio normale atteso

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

Il tasso di capitalizzazione e la posizione finanziaria netta

Il tasso di capitalizzazione utilizzato nell'applicazione del criterio reddituale nella versione sintetica è fatto pari al costo medio ponderato del capitale investito (wacc) che, nella fattispecie, coincide con il costo del capitale di proprietà (ke).

Come precedentemente affermato, la posizione finanziaria netta di E.CAPITAL PARTNERS, in assenza di attività e passività finanziarie, è nulla.

I risultati a cui si giunge con l'applicazione del criterio reddituale sintetico a livello consolidato sono riportati nella tabella che segue.

Il valore della Partecipazione secondo il criterio reddituale sintetico consolidato

(valori in migliaia di euro)

	2008	2009	2010
Flussi di reddito operativi netti	4.932	6.381	7.441
Flusso di reddito medio normale atteso	6.251		
Wacc	12,39%		
Valore economico di E. CAPITAL	54.887		
Valore della PARTECIPAZIONE	27.444		

Dall'applicazione del criterio reddituale risulta quindi un valore di E.CAPITAL PARTNERS compreso entro

un range compreso tra 54.887 migliaia di euro (estremo superiore) e 51.718 migliaia di euro (estremo inferiore), lievemente superiore al Corrispettivo fissato dall'Accordo quadro per l'acquisto dell'intero capitale della Società (50.000 migliaia di euro).

Il medesimo ragionamento vale anche con riferimento alla Partecipazione il cui conferimento rende necessario l'Aumento di capitale. Il valore della Partecipazione è infatti compreso tra un minimo di 25.859 migliaia di euro e un massimo di 27.444 migliaia di euro, a fronte di un aumento dell'aumento di capitale definito dall'Accordo quadro in 25.000 migliaia di euro.

3.4 Congruità del valore di conferimento del 50,001% del capitale sociale di E.CAPITAL PARTNERS

Le valutazioni come sopra riferite hanno indotto il Consiglio di Amministrazione a ritenere congruo il prezzo di Euro 50 milioni convenuto con gli Azionisti E. CAPITAL PARTNERS, di cui Euro 25.000.002,75 relativi al conferimento del 50,001% del capitale di E.CAPITAL PARTNERS

Si segnala che in data 27 maggio 2008 il Tribunale di Milano ha nominato quale esperto incaricato della relazione di stima ex artt. 2343 e 2440 codice civile, la dr.ssa Maddalena Dal Moro.

Da tale relazione giurata emerge che il valore delle azioni oggetto del conferimento *"è almeno pari al valore dell'aumento di capitale al servizio del conferimento in via di esecuzione dal parte di Mittel S.p.A. fissato in 25.000.002,75 di euro, comprensivo di sovrapprezzo, come da delibera consigliare assunta il 15 maggio 2008"*.

L'esperto ha provveduto a determinare un valore teorico di riferimento della quota di partecipazione al capitale sociale di E.CAPITAL PARTNERS oggetto del conferimento, ricorrendo al metodo di base di tipo reddituale nella versione sintetica a livello consolidato e nella sua versione analitica, sia a livello di consolidato sia a livello di "sum of the parts" ed utilizzando come criterio di controllo quello puramente finanziario rappresentato dal Discounted Cash Flow.

In particolare, l'esperto ha ritenuto di ricorrere all'applicazione del metodo reddituale al fine di cogliere la consistenza delle prospettive reddituali della società, sulla base delle previsioni di redditività operativa desumibili dal Piano elaborato dal management dei soli primi tre anni (2008/2010). Dall'applicazione di tale metodologia consegue la stima del valore del capitale economico di E.CAPITAL PARTNERS S.p.A. come segue:

(valori in migliaia)

CRITERIO			
Consolidato	Reddittuale sintetico		54.306,73
	Reddittuale analitico		54.137,94
Analitico	IMA Reddittuale analitico	44.605,20	
	CF Reddittuale analitico	9.854,65	56.334,20
	Castello Reddittuale analitico	1.874,35	

Come criterio di controllo, l'esperto ha ritenuto di ricorrere all'applicazione del metodo del Discounted Cash Flow. Secondo tale metodo, dati i flussi di cassa consolidati come espressi nel Piano elaborato dal management dei soli primi tre anni (2008/2010) ed utilizzando il medesimo tasso di attualizzazione, il valore di E.CAPITAL PARTNERS S.p.A. è pari a Euro 51.233,95.

3.5 Congruità del prezzo di emissione delle nuove azioni oggetto dell'aumento di capitale a servizio del conferimento

Il prezzo di emissione delle nuove azioni riflette, ai sensi dell'art. 2441, comma 6, codice civile, la valutazione economica del capitale della Società, condotta dal Consiglio di Amministrazione anche con il supporto tecnico del consulente prof. Marco Reboa, sulla base dell'approccio metodologico precedentemente riferito e che il prezzo di emissione proposto di Euro 5,55 per azione appare congruo, Infatti:

- Il Consiglio di Amministrazione di Mittel ha anzitutto considerato il valore del patrimonio netto per azione;
- dall'applicazione del criterio delle quotazioni di borsa è emerso che il prezzo di emissione 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 (5,55 euro) è superiore al prezzo medio ponderato espresso dalle quotazioni di borsa (4,40 euro) di circa il 26,00%;
- dalle considerazioni espresse emerge che il prezzo di emissione delle nuove azioni è sostanzialmente allineato al patrimonio netto contabile per azione di Mittel che, sulla base della bozza della situazione contabile al 31 marzo 2008, è pari a 5,71 euro (+ 2,94%);



Mr 3/1

- le Indicazioni confermano che il prezzo delle nuove azioni tutela i diritti patrimoniali dei soci esclusi dal diritto di opzione;
- l'aumento di capitale previsto a fronte del conferimento della Partecipazione appare allineato alle risultanze delle analisi preliminarmente condotte dallo scrivente in termini di stima del valore economico del capitale di **E.CAPITAL PARTNERS** (e quindi della Partecipazione conferita).

Si ricorda che sul punto la società di revisione Deloitte & Touche S.p.A. dovrà rilasciare, ai sensi dell'art. 158 del D.Lgs 58/98, il parere di congruità del prezzo di emissione delle nuove azioni. La società di revisione ha, peraltro, acconsentito a rinunciare ai termini di cui al citato art. 158 del D. Lgs. 58/1998.

4. Indicazione del numero, della categoria, della data di godimento e del prezzo di emissione delle nuove azioni oggetto dell'aumento di capitale

A seguito dell'aumento di capitale a servizio del conferimento in natura, la Società emetterà n. 4.504.505 nuove azioni ordinarie della medesima categoria di quelle già in circolazione e che avranno godimento regolare.

Il prezzo di emissione delle nuove azioni è pari a Euro 5,55 ciascuna, di cui Euro 4,55 a titolo di sovrapprezzo.

5. Riflessi tributari dell'operazione sulla Società

I principali effetti tributari dell'operazione sono di seguito descritti.

- Aumento di capitale della Società a servizio del conferimento in natura di azioni di E.CAPITAL PARTNERS

L'operazione di conferimento rileva sotto il profilo tributario ai fini delle Imposte dirette per i soggetti conferenti.

In capo a questi ultimi infatti, sulla base delle norme tributarie in vigore alla data del conferimento, potranno verificarsi i presupposti per la tassazione delle eventuali plusvalenze emergenti dalla differenza tra il valore di realizzo delle azioni di nuova emissione ricevute e l'ultimo valore fiscalmente riconosciuto delle azioni conferite.

La Società iscriverà le azioni di **E.CAPITAL PARTNERS** ricevute a fronte dell'aumento di capitale al valore

corrispondente al prezzo complessivo delle nuove azioni emesse, valore che acquisirà rilevanza tributaria quale costo fiscalmente riconosciuto.

Sotto il profilo IVA, l'operazione di conferimento rappresenta un'operazione:

- esente da IVA ex art. 10, n. 4), D.P.R. 26.10.1972 n. 633 per i soggetti che effettuano il conferimento delle azioni di **E.CAPITAL PARTNERS** nell'ambito di attività d'impresa;
- fuori campo di applicazione dell'IVA per i conferenti persone fisiche non esercenli attività d'impresa.

*- Acquisto di azioni di **E.CAPITAL PARTNERS** da parte della Società*

Anche l'operazione di compravendita di azioni di **E.CAPITAL PARTNERS** rileva sotto il profilo tributario ai fini delle imposte dirette per i soggetti cedenti.

In capo a questi ultimi Infatti, sulla base delle norme tributarie in vigore alla data della compravendita di azioni, potranno verificarsi i presupposti per la tassazione delle eventuali plusvalenze emergenti dalla differenza tra il corrispettivo delle azioni vendute e l'ultimo valore fiscalmente riconosciuto delle stesse.

La Società iscriverà le azioni di **E.CAPITAL PARTNERS** acquistate ad un valore corrispondente al costo di acquisto, valore che acquisirà rilevanza tributaria quale costo fiscalmente riconosciuto.

Sotto il profilo IVA, la compravendita di azioni rappresenta un'operazione esente da IVA ex art. 10, n. 4), D.P.R. 26.10.1972 n. 633, dato che i soggetti cedenti sono società di capitali.

6. Compagine azionaria della Società a seguito dell'aumento di capitale in natura

A seguito della sottoscrizione dell'aumento di capitale di Mittel S.p.A. (nuovo numero di azioni in circolazione 70.504.505), E.C. INVESTIMENTI S.r.l., socio di **E.CAPITAL PARTNERS**, per effetto del conferimento, deterrà complessive n. 4.504.505 di nuove azioni ordinarie della Società, rappresentanti il 6,3889% circa del capitale sociale.

La composizione dell'azionariato Mittel post aumento di capitale sarà:

Azionisti Mittel S.p.A.	N. azioni detenute	% sul capitale sociale
Carlo Tassara S.p.A.	13.393.479	18,997%
Efiparind B.V. indirettamente tramite Italmobiliare S.p.A.	8.522.756	12,088%
Fondazione Cassa di Risparmio di Trento e Rovereto	7.670.971	10,880%

Istituto Atesino di Sviluppo - ISA S.p.A.	6.539.380	9,275%
E.C. Investimenti S.r.l.	4.504.505	6,389%
Opera Educazione Cristiana indirettamente tramite la Scuola S.p.A.	3.300.000	4,681%
Manuli Realtor S.r.l.	3.022.492	4,287%

Si fa infine presente che, ai sensi dell'Accordo Quadro, tutti i partecipanti al capitale di E. C. INVESTIMENTI S.r.l., soci di E.CAPITAL PARTNERS si sono Impegnati a sottoscrivere un impegno di *lock-up* relativo alla circolazione delle azioni Mittel di nuova emissione per un periodo di 36 mesi a far data dall'avvenuto conferimento. Inoltre i soci di E. C. Investimenti S.r.l. hanno assunto impegni di permanenza nel Gruppo Mittel per quanto concerne il loro rapporto di collaborazione.

Alla data della presente relazione non risulta che siano stati stipulati in alcuna forma patti parasociali che abbiano ad oggetto le azioni della Società.

7. Modifiche statutarie

All'approvazione della proposta di aumento di capitale di cui alla presente relazione consegue la modifica del primo comma dell'art. 6 dello Statuto Sociale, che indica l'entità del capitale sociale della Società. La modifica si prospetta nei seguenti termini:

Testo attuale	Testo proposto
Articolo 6 - Capitale sociale e azioni Il capitale sociale è di Euro 66.000.000 (sessantaseimilioni), ed è diviso in numero 66.000.000 (sessantaseimilioni) azioni da nominali Euro 1.00 (uno) cadauna. <i>(invariato il resto)</i>	Articolo 6 - Capitale sociale e azioni Il capitale sociale è di Euro 66.000.000 (sessantaseimilioni), ed è diviso in numero 66.000.000 (sessantaseimilioni) azioni da nominali Euro 1.00 (uno) cadauna. L'assemblea straordinaria della società in data 29 luglio 2008, ha deliberato di aumentare il capitale sociale a pagamento, con esclusione del diritto di opzione ai sensi dell'art. 2441, comma 4, codice civile, per nominali Euro 4.504.505 mediante emissione di n. 4.504.505 nuove azioni ordinarie, del valore nominale di Euro 1,00

	ciascuna, ad un prezzo unitario di emissione pari a Euro 5,55, di cui Euro 4,55 a titolo di sovrapprezzo, per un controvalore complessivo totale (nominale e sovrapprezzo) di Euro 25.000.002,75, da liberarsi mediante conferimento in natura di n. 79.579 azioni ordinarie della società E.CAPITAL PARTNERS S.p.A. (invariato il resto)
--	--

8. Adempimenti e tempistica

Il Consiglio di Amministrazione trasmetterà la presente relazione alla società di revisione Deloitte & Touche S.p.A. affinché essa predisponga, a norma dell'art. 158 del D.Lgs. 58/98, il parere sulla congruità del prezzo di emissione delle azioni. Il parere verrà depositato nei termini di legge presso la sede della Società e Borsa Italiana S.p.A..

La relazione di stima giurata, redatta dall'esperto nominato dal Tribunale di Milano, dr.ssa Maddalena Dal Moro ai sensi degli artt. 2440 e 2343 codice civile, contenente la descrizione dei beni conferiti, l'attestazione che il loro valore è almeno pari a quello ad essi attribuito ai fini della determinazione del capitale sociale e del sovrapprezzo, nonché i criteri di valutazione seguiti, verrà depositata nei termini di legge presso la sede della Società e Borsa Italiana S.p.A..

L'aumento di capitale riservato E.C. INVESTIMENTI S.r.l. ai soci di E.CAPITAL PARTNERS S.p.A. sarà eseguito e quindi produrrà i suoi effetti successivamente all'iscrizione nel Registro delle Imprese di Milano della delibera dell'Assemblea Straordinaria che ha approvato l'operazione, ai sensi dell'art. 2436 codice civile, ed al rilascio da parte di Banca d'Italia del nulla osta previsto dall'art. 15 del T.U.F. in relazione all'acquisto indiretto della partecipazione del 20% nel capitale sociale di CASTELLO SGR S.p.A., detenuta da E.CAPITAL PARTNERS, ovvero al decorrere del termine di 90 giorni previsto dall'art. 15, comma 2 del T.U.F., senza che Banca d'Italia abbia emanato un provvedimento di divieto all'acquisizione suddetta.

Al momento si ritiene che l'atto di conferimento possa essere perfezionato entro la fine del mese di settembre.

Ai sensi dell'art. 2343, comma 3, codice civile, le azioni ordinarie emesse a fronte del conferimento in natura sono inalienabili e devono restare depositate presso la Società fino a quando gli Amministratori non abbiano controllato le valutazioni contenute nella relazione giurata dell'esperto.

*** **

Signori Azionisti,

qualora concordiate con quanto propostoVi, Vi invitiamo ad assumere le seguenti delibere:

"L'assemblea straordinaria di Mittel S.p.A.

- esaminata e discussa la proposta di aumento del capitale sociale, mediante conferimento di partecipazione con conseguente esclusione del diritto di opzione;

- esaminata la relazione illustrativa del Consiglio di Amministrazione;

- preso atto della relazione peritale redatta ai sensi degli articoli 2440 e 2343 del codice civile, dalla dr.ssa Maddalena Dal Moro esperto incaricato, in data 27 maggio 2008, dal Tribunale di Milano per la relazione di stima ex artt. 2343 e 2440 codice civile..

- preso atto del parere di congruità del prezzo di emissione delle azioni espresso, ai sensi dell'art. 158 del D.Lgs 58/98, dalla società di revisione Deloitte & Touche S.p.A.,

delibera

1.- di aumentare il capitale sociale a pagamento, con esclusione del diritto di opzione ai sensi dell'art. 2441, comma 4, codice civile per nominali Euro 4.504.505, mediante emissione di n. 4.504.505 nuove azioni ordinarie, del valore nominale di Euro 1,00 ciascuna, ad un prezzo unitario di emissione pari a Euro 5,55, di cui Euro 4,55 a titolo di sovrapprezzo, per un controvalore totale complessivo (nominale e sovrapprezzo) di Euro 25.000.002,75.

Detto aumento sarà riservato a E.C. INVESTIMENTI S.r.l., socio di E.CAPITAL PARTNERS S.p.A., con esclusione del diritto di opzione ai sensi dell'art. 2441, comma 4, codice civile, in quanto da liberarsi mediante il conferimento in natura di n. 79.579 azioni ordinarie, pari a al 50,001% del capitale sociale della società E.CAPITAL PARTNERS S.p.A., con sede in Milano, Piazza Meda n. 3, iscritta al Registro Imprese di Milano, cod. fisc. 13063820156;

2.- di modificare conseguentemente l'articolo 6 dello Statuto Sociale come segue: ;

Articolo 6 - Capitale sociale e azioni

Il capitale sociale è di Euro 66.000.000 (sessantaseimilioni), ed è diviso in numero 66.000.000 (sessantaseimilioni) azioni da nominali Euro 1.00 (uno) cadauna.

L'assemblea straordinaria della società in data 29 luglio 2008, ha deliberato di aumentare il capitale sociale a pagamento, con esclusione del diritto di opzione ai sensi dell'art. 2441, comma 4, codice civile per nominali Euro 4.504.505, mediante emissione di n. 4.504.505 nuove azioni ordinarie, del valore nominale di Euro 1,00 ciascuna, ad un prezzo unitario di emissione pari a Euro 5,55, di cui Euro 4,55 a titolo di sovrapprezzo, per un controvalore totale (nominale e sovrapprezzo) di Euro 25.000.002,75, da liberarsi mediante conferimento in natura di n. 79.579 azioni ordinarie della società E.CAPITAL PARTNERS S.p.A. (invariato il resto)

3.- di conferire mandato al Presidente del Consiglio di Amministrazione affinché compia tutti gli atti e le formalità necessarie per dare attuazione a quanto sopra deliberato, apportando se del caso alla suddetta delibera ogni modifica di carattere non sostanziale eventualmente richiesta in fase di iscrizione nel registro delle imprese, con facoltà di farsi sostituire da procuratori speciali e pattuire ogni e qualsiasi clausola all'uopo ritenuta opportuna nell'interesse della Società, nonché di emettere le relative azioni, effettuare l'attestazione di cui all'art. 2444 codice civile ed eseguire, ai sensi dell'art. 2436 codice civile, il deposito dello statuto riportante la cifra aggiornata del capitale sociale".

Milano, 17 giugno 2008

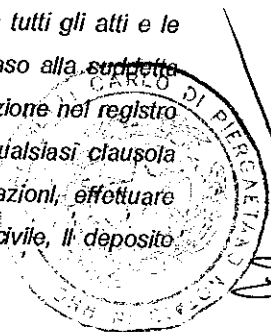
Per il Consiglio di Amministrazione

Il Presidente

Prof. Avv. Giovanni Bazoli

[Handwritten signature of Prof. Avv. Giovanni Bazoli]

[Handwritten signature]



**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 Dottorssa 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 incaricati.

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 SGIR 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 I.e 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	
Crediti	171.692	Passività fiscali	196.066
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.

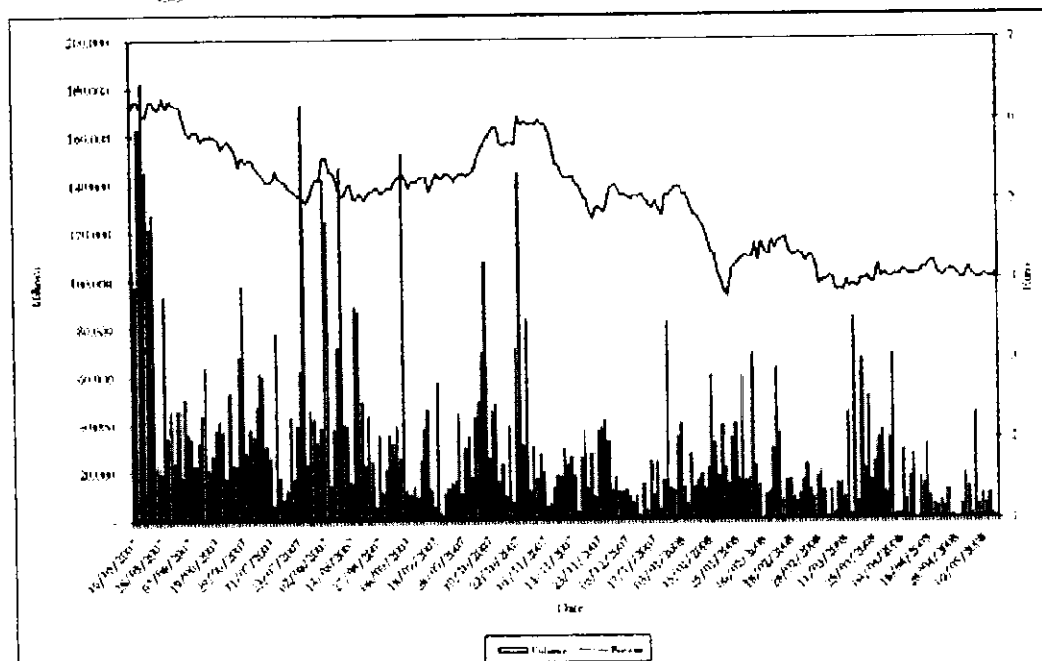
Valore per azione Mittel

Patrimonio netto contabile al 31 marzo 2008 (in Euro)	377.106.000
N. azioni	66.000.000
Valore per azione (in Euro)	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 continuativamente” 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)



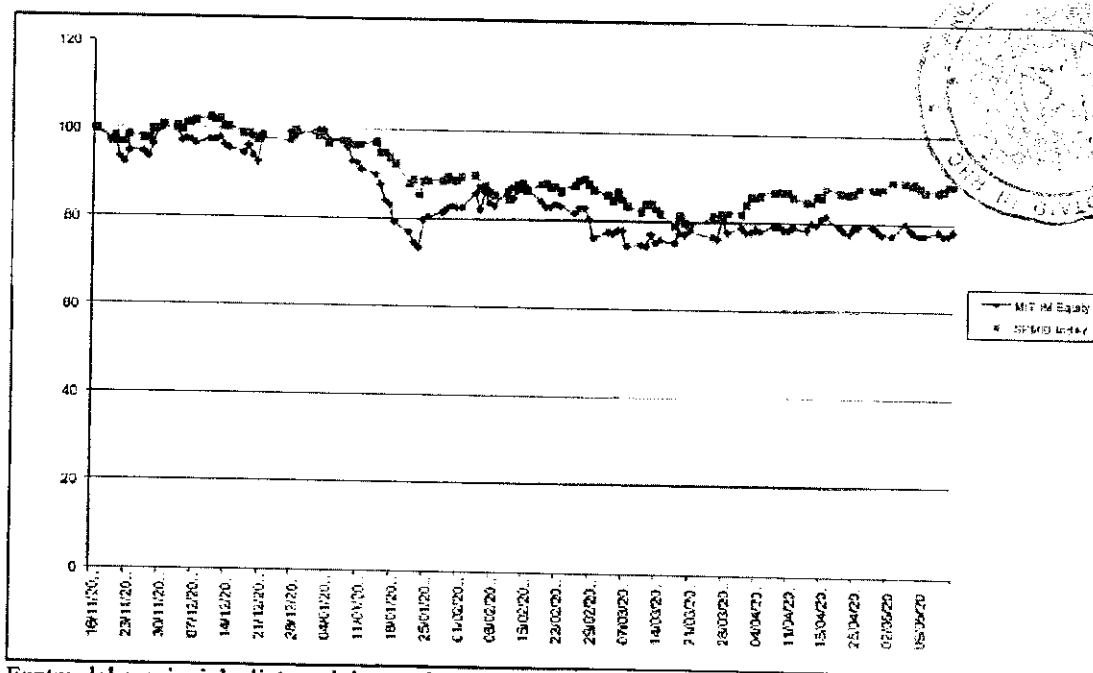
Fonte: elaborazioni degli Amministratori su dati forniti dalla banca dati Bloomberg.

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

Valori in Euro migliaia	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_c), 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 F.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.

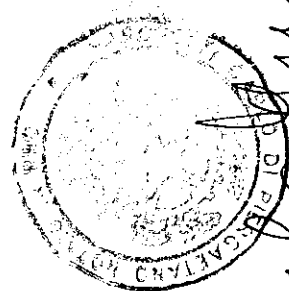
10. CONCLUSIONI

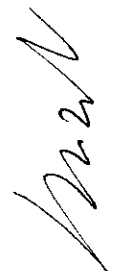
Sulla base della documentazione esaminata e delle procedure sopra indicate, e tenuto conto della natura e portata del nostro lavoro, come illustrate nella presente relazione, e ferme restando le limitazioni e difficoltà valutative di cui al precedente paragrafo 9., riteniamo che i metodi di valutazione 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







RELAZIONE DI STIMA

ai sensi dell'art. 2343 c.c.

**PER IL CONFERIMENTO DEL 50,001% DELLA PARTECIPAZIONE E.CAPITAL PARTNERS SPA
DETENUTA DA E.C. INVESTIMENTI SRL
in MITTEL SpA**

Perizia straordinaria

RELAZIONE DI STIMA AI SENSI DELL'ART. 2343 C.C.

La sottoscritta, Maddalena Dal Moro, nata a Portogruaro (Venezia), l' 8 dicembre 1967, domiciliata in Milano, Via Bigli 2, iscritto al Registro dei Revisori Contabili e all'Albo dei Dottori Commercialisti di Milano, è stata incaricata dall'Ill.mo Presidente del Tribunale Civile e Penale di Milano, con decreto del 27 maggio 2008 (cfr all. 1), di redigere la relazione di stima prevista dall'art. 2343 c.c. per il conferimento in natura nella società **MITTEL SpA** (diseguito anche "conferitaria"), da parte di **E.C. Investimenti Srl** (di seguito anche "conferente") della sua intera partecipazione (50,001%) nella società **E. Capital Partners Spa** (di seguito anche "oggetto del conferimento").

Quest'ultima (società **TARGET**), tramite le controllate **ECPI SRL** e **ECP International SA**, opera nel settore dello sviluppo e del calcolo di indici di mercato, della consulenza nella realizzazione di prodotti di investimento su misura e dell'advisory nell'ambito del corporate finance, della finanza agevolata e della strutturazione e gestione di fondi immobiliari tramite la partecipazione detenuta (20%) nella società **CASTELLO SGR SPA**.

* * *

INDICE

1. Premessa.

1.1 Oggetto e finalità dell'incarico.

1.2 Approccio richiesto all'esperto estimatore.

1.3 Considerazioni preliminari in ordine all'oggetto del conferimento.

2. Svolgimento dell'incarico.

2.1 La documentazione esaminata

3. La realtà oggetto della valutazione.

3.1. Il progetto di conferimento in Mittel SpA della partecipazione in E. Capital Partners SpA (target)

3.1.1. La nascita e lo sviluppo del gruppo E. Capital Partners S.p.A.

3.1.2. La struttura del gruppo E. Capital Partners S.p.A.

3.1.3. Le aree do business attuali del gruppo

- *Investment Management Advisory (IMA)*
- *Corporate Finance Advisory (CFA)*
- *M&A*
- *Grant Finance*
- *Real Estate*

3.1.4. Strategie del gruppo

3.1.5 Management e collaboratori

3.1.6 Motivazioni del conferimento.

3.1.7 Informazioni finanziarie

- *Consolidated Historical and Projected Income Statements*
- *Consolidated Historical and Projected Cash Flows*
- *Consolidated Historical and Projected Balance Sheets*
- *Historical and Projected Income Statements divisione IMA*
- *Historical and Projected Income Statements divisione Cfa*
- *Historical and Projected Income Statements Castello SGR*
- *Historical and Projected Cash Flows Castello Sgr*
- *Consolidated Historical and Projected Balance Sheets Castello Sgr*
- *Historical and Projected Income Statements area Prive Equità*

3.2 Il giudizio di affidabilità dei dati esaminati.

3.2.1 Giudizio di affidabilità dei dati contabili e dei bilanci di esercizio.

3.2.2 Giudizio di affidabilità dei dati previsionali.

3.3 Elementi della partecipazione/ azienda (oggetto di conferimento)

3.3.1 Contratti in corso.

3.3.2 Marchi

3.3.3 Contenzioso

rusell

3.3.4 Personale dipendente

4. I metodi di valutazione e la loro scelta.

4.1 Premessa.

4.2 Fasi della valutazione.

4.3 Breve disamina dei metodi valutativi.

4.3.1 Il metodo patrimoniale complesso.

4.3.2 Il metodo reddituale.

4.3.3 Il metodo misto con stima autonoma dell'avviamento.

4.3.4 Il metodo misto EVA.

4.3.5 Il metodo Discounted Cash Flow.

4.3.6 I metodi dei multipli.

4.3.7 Considerazioni in ordine alla applicabilità dei metodi sintetici nelle valutazioni di azienda di cui all'art. 2343 cod. civ.

4.4 La scelta del metodo di valutazione nel caso di specie.

4.4.1 La scelta del metodo di base.

4.4.2 La scelta del metodo di controllo.

5. Applicazione del metodo di base

5.1. Valutazione di E. Capital Partners Spa con il metodo reddituale (sintetico e analitico)

5.2.1. La stima di R.

5.2.2. La stima di i.

5.2.3. Orizzonte temporale

5.2 Sintesi della valutazione con il metodo di base.

6. Applicazione dei metodi di controllo.

6.1 Discount Cash Flow

7. Conclusioni.

* * *



1. PREMESSA

1.1. Oggetto e finalità dell'incarico.

L'incarico ha per scopo l'individuazione, la descrizione e la valutazione della partecipazione pari al 50,001%¹ della società E.Capital Partners Spa detenuta dalla società E.C. Investimenti Srl, in vista del suo conferimento nella società MITTEL SPA, società per azioni quotata nel Mercato Telematico Azionario organizzato e gestito da Borsa Italiana Spa, che ha sede in Milano, Piazza A. Diaz n. 7, capitale sociale deliberato di euro 66.000.000,00 di cui euro 39.000.000,00 sottoscritti e interamente versati e iscritta al Registro delle Imprese di Milano al n. 00742640154.

L'organo amministrativo della conferente ha informato il sottoscritto estimatore - sulla base delle anticipazioni peritali dallo stesso rilasciate e contenute nel verbale del CdA di E.C. Investimenti Srl del 24.04.2008 - che tale conferimento si inserisce nella dismissione dell'intera partecipazione in E.Capital Partners Spa nell'ambito di una complessiva operazione tra i soci di E.Capital Partners Spa e Mittel Spa ai sensi della quale:

1. i soci persone fisiche di E. Capital Partners Spa cederanno a Mittel n. 79.575 azioni ordinarie di E.Capital, costituenti il 49,999% del capitale sociale;
2. il socio E.C. Investimenti S.r.l. conferirà in Mittel n. 79.579 azioni, costituenti il residuo 50,001% del capitale di E.Capital, nell'ambito di un aumento di capitale riservato alla Società, a fronte della sottoscrizione di n. 4.504.505 azioni ordinarie Mittel per un prezzo unitario di

¹ alla data odierna, la società E.C. Investimenti srl è titolare di una partecipazione pari al 23,99% del capitale di E. Capital Partners Spa ("ECP") pari a N°38.179 azioni. Il restante capitale è suddiviso tra i vari soci operativi di ECP persone fisiche (cfr §3.1.2.). Alla data del closing, E.C. Investimenti srl sarà titolare di una partecipazione pari al 50,001% (pari a N° 79.579 di ecp).

sottoscrizione pari ad Euro 5,55 (corrispondente ad un importo complessivo dell'aumento di capitale Euro 25.000.002,75).

Come anzi detto, all'esperto estimatore è richiesta l'individuazione del bene (partecipazione/Azienda) oggetto di conferimento, la sua descrizione e l'indicazione del valore ad esso attribuito e dei criteri di valutazione adottati, nonché l'attestazione che il valore assegnato dall'esperto estimatore è almeno pari a quello attribuito all'aumento di capitale sociale della società conferitaria.

L'esperto estimatore prende atto che la conferente detiene il 50,001% dell'intero capitale sociale della E. Capital Partners Spa.

1.2. Approccio richiesto all'esperto estimatore.

Nell'affrontare una valutazione, l'esperto estimatore è chiamato in primo luogo a individuare le finalità che tale valutazione deve perseguire. Egli deve scegliere, tra le diverse soluzioni metodologiche di valutazione, quella che meglio delle altre:

- consenta di raggiungere lo scopo della valutazione (ad es.: perizia per la cessione/acquisizione; relazione di stima in occasione di conferimenti in natura; parere di congruità del rapporto di cambio in caso di fusioni, ecc.);
- rispecchi la realtà specifica del bene azienda oggetto della valutazione (in particolare: settore di attività, tipologia dell'azienda, ecc.).

A tal riguardo, il sottoscritto estimatore rileva che la relazione di stima è - in linea di principio - volta a tutelare opposti interessi:

- l'interesse dei creditori della società conferitaria e dei terzi ed, in particolare, l'interesse ad evitare un annacquamento del capitale sociale con conseguente occulta restrizione delle garanzie sulle quali possono fare affidamento i terzi;
- l'interesse degli altri soci della società conferitaria;
- l'interesse del conferente di non subire un ingiustificato deprezzamento di quanto egli conferisce e conseguentemente del valore della sua partecipazione nella conferitaria.

L'esperto estimatore, pertanto, non potrà trascurare che la valutazione del conferimento dovrà soddisfare interessi tra loro divergenti. In questa fase risulta quindi essenziale tendere ad individuare un valore "obiettivo" che prescinda dalla considerazione degli interessi in causa .

Nel caso previsto dall'art. 2343 cod. civ., si tratta di pervenire ad una valutazione quanto più possibile **astratta** (o *stand-alone*), nel senso che prescinda da interessi particolari, **razionale**, nel senso che vi si pervenga attraverso uno schema logico, chiaro e condivisibile, **obiettiva**, nel senso che sia dimostrabile, **stabile**, nel senso che non dipenda da elementi rapidamente mutevoli.

In pratica, l'esperto estimatore, nella scelta metodologica:

- a) deve privilegiare i criteri che conducano a risultati quanto più possibile oggettivi, considerando l'azienda in modo indipendente dal soggetto che risulta titolare della stessa, nell'ottica della continuità dell'esercizio dell'impresa;

b) non deve fondarsi su criteri che determinino il valore dell'azienda meramente *in funzione* di scelte soggettive degli "organi" della società conferente o della società conferitaria;

c) deve, in ogni caso, tenere conto della funzione di garanzia connessa alla valutazione *ex artt. 2343 c.c.*

In ogni caso, nella scelta dei metodi di valutazione, nella definizione dei processi di calcolo e nell'assunzione delle singole grandezze (dati, tassi, fattori di rischio e quant'altro) l'esperto di cui agli artt. 2343 c.c. deve avere un approccio orientato al perseguimento dell'oggettività del giudizio, nel rispetto di una imprescindibile prudenza valutativa.

1.3. Considerazioni preliminari in ordine all' oggetto di conferimento.

Oggetto del conferimento è la partecipazione del 50,001% nella società E. CAPITAL PARTNERS SPA con sede a Milano in Piazza Meda n. 3 C.F. 13063820156.

Il conferimento viene eseguito da E.C. Investimenti Srl che apporterà le azioni in sede di sottoscrizione e liberazione dell'aumento del capitale riservato e riceverà, a fronte di tale conferimento, azioni Mittel di nuova emissione rinvenienti dall'aumento di capitale riservato. (cfr § 1.1)

Pertanto oggetto di valutazione sarà di fatto tutto il gruppo di società che fanno capo a E. Capital Partners Spa e che operano nel settore dello sviluppo e del calcolo di indici di mercato, della consulenza nella realizzazioni di prodotti di investimento su misura e dell'advisory nell'ambito del corporate finance, della finanza agevolata e della strutturazione e gestione di fondi immobiliari

tramite la partecipazione detenuta (20%) della società CASTELLO SGR SPA.
Tali attività sono svolte sia in Italia che all'estero e, quest'ultime, tramite la partecipata ECP INTERNATIONAL SA e saranno meglio descritte nel successivo § 3.

* * *

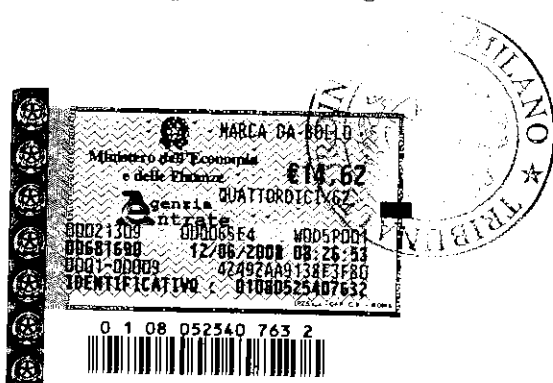
2. SVOLGIMENTO DELL'INCARICO.

Il sottoscritto estimatore ha iniziato la propria attività in data 3 giugno 2008 ed ha acquisito le prime informazioni necessarie presso la sede amministrativa di E. Capital Partners Spa, dove ha incontrato Michele Calcaterra, Partner e Ceo, Mario Spongano, responsabile sviluppo di Mittel Spa e Giampiero Schiavo, amministratore delegato di Castello SGR Spa .

Acquisita tutta la documentazione e gli elaborati contabili occorrenti, ha eseguito i necessari sopralluoghi e controlli, ha discusso con la direzione della società in particolare sulle ipotesi utilizzate per la redazione dei Piani Previsionali, effettuando anche delle verifiche a campione.

A seguito della lettura dei documenti consegnati e delle verifiche effettuate, la scrivente ha potuto esprimere il proprio favorevole giudizio sulla affidabilità – nei limiti di quanto occorrente ai fini della presente relazione di stima – dei dati contabili e di quelli previsionali esaminati (cfr. § 3.2).

In particolare, al sottoscritto estimatore è stata messa – tra l'altro – a disposizione la seguente documentazione:



[Handwritten signature]

- il bilancio di E. CAPITAL PARTNERS SPA al 31.12.2006 corredato dalla relazione sulla gestione, relazione del collegio sindacale;
- il bilancio di E. CAPITAL PARTNERS SPA al 31.12.2007 corredato dalla relazione sulla gestione, relazione del collegio sindacale e relazione della società di revisione;
- il bilancio di ECP INTERNATIONAL SA al 31.12.2007 corredata dalla relazione della società di revisione ;
- il bilancio di ECPI SRL al 31.12.2006 corredato dalla relazione sulla gestione, relazione del collegio sindacale;
- il bilancio di ECPI SRL al 31.12.2007 corredato dalla relazione sulla gestione, relazione del collegio sindacale e della società di revisione;
- il bilancio di CASTELLO SGR al 31.1.2.2007 corredato della relazione sulla gestione, relazione del collegio sindacale e della società di revisione;
- il Bilancio consolidato al 31.12.2007 del Gruppo E. Capital Partners Spa;
- il Business Plan del gruppo E. Capital Partners Spa per il periodo 2008 – 2012;
- la situazione patrimoniale ed economica al 31.03.2008 di E. Capital Partners Spa;
- la situazione patrimoniale ed economica al 31.03.2008 di E.C.P. Srl;
- la situazione patrimoniale ed economica al 31.03.2008 di E.C.P. SA;
- la presentazione di E. Capital Partners Spa e della sua attività di Investment managment advisory;
- la due diligence legale redatta nell'interesse della conferitaria dallo studio Legale Pavesi Gitti Verzoni che pur avendo esclusivamente ad oggetto profili

legali, ha lo scopo di evidenziare elementi che possono avere effetti rilevanti ai fini dell'Operazione descritta in precedenza;

- i principali contratti stipulati da E. Capital Partners e dalle società partecipate;
- accordo quadro del 15 maggio 2008 sottoscritto da Mittel (acquirente/conferitaria) e dai venditori/conferenti;
- i fogli di calcolo e le elaborazioni predisposti dalla Funzione Pianificazione e Controllo a supporto delle quantificazioni contenute nel Piano previsionale;

* * *

3. LA REALTÀ OGGETTO DELLA VALUTAZIONE.

3.1. *Il progetto di conferimento in Mittel SpA della partecipazione in E. Capital Partners SpA (target)*

3.1.1. *La nascita e lo sviluppo del gruppo E. Capital Partners S.p.A.*

E.Capital Partners Spa (ECP), insieme alle sue partecipate, è un gruppo finanziario indipendente, con sedi a Milano e Lussemburgo, che fornisce ad aziende e investitori vari servizi di consulenza.

ECP è stata fondata nel 2000 da un team di professori dell'Università Bocconi di Milano e della SDA Bocconi School of Management insieme ad un team di professionisti con esperienze maturate nel campo finanziario, sociale ed ambientale.

La società nasce per sviluppare il potenziale ancora inespresso in Italia, ma anche nel resto d'Europa, di studi etici applicati ai mercati finanziari.

Tali studi pionieristici rappresentano la base dell'attuale attività di Investment Management Advisory (" IMA").

Durante gli anni 2002, 2003 e 2004 viene avviata e sviluppata l'attività di Corporate Finance Advisory ("CFA"), che si articola in due diverse aree integrate: Merger&Acquisitions ("M&A") e Finanza Agevolata ("Grant Finance").

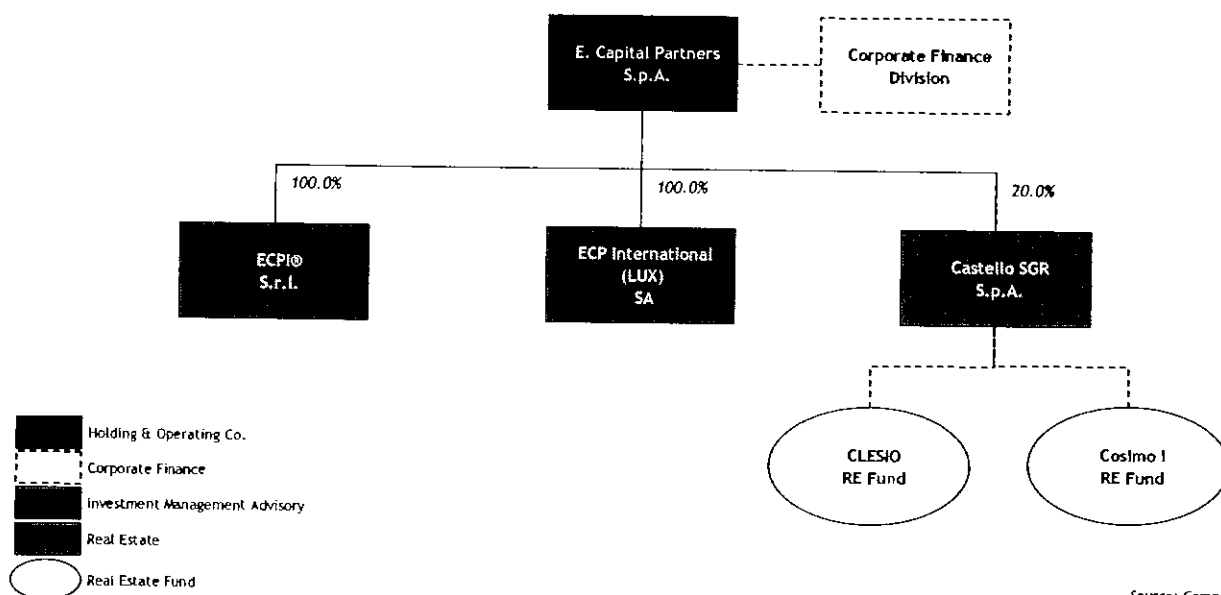
Nel 2006 viene deciso di separare le due macro aree di attività tramite lo scorporo delle attività IMA in una società di nuova costituzione, ECPI Srl, per meglio riuscire a contribuire allo sviluppo di entrambe.

Nel mese di luglio 2007, il gruppo intraprende una nuova via di sviluppo con l'entrata, insieme ad altri protagonisti del mondo immobiliare ("Real Estate") e della finanza, nel capitale di Castello SGR, società di gestione del risparmio attiva nel settore dei fondi immobiliari.

Nel frattempo, sempre nel 2007, viene fondata in Lussemburgo ECP International SA per intraprendere lo sviluppo internazionale delle attività IMA.

3.1.2. La struttura del gruppo E. Capital Partners S.p.A.

Il grafico che segue rappresenta la struttura, ad oggi, del Gruppo.



Source: Company Information

Il Gruppo ECP risulta perciò essere composto da E. Capital Partners S.p.A. che opera quale holding di Gruppo e comprende anche la divisione CFA, ECPI S.r.l. ed ECP International SA che svolgono l'attività di IMA nelle sedi di Milano e Lussemburgo ed da Castello SGR attiva nel settore del Real Estate.

E. Capital Partners S.p.A.

La società E. Capital Partners S.p.A è stata costituita in data 10 febbraio 2000, ha sede in Milano, Piazza Meda 3 e risulta iscritta al Registro delle Imprese di Milano con il numero 1611559.

Il capitale sociale (al 15 maggio 2008) ammonta ad € 1.591.540, è interamente versato e risulta composto da n. 159.154 azioni del valore nominale di € 10, come di seguito rappresentato:



WU

Socio	Capitale sottoscritto e versato	Azioni	%
E.C. INVESTIMENTI S.r.l.	381,790.00	38,179	23.989%
CALCATERRA MICHELE	317,910.00	31,791	19.975%
SILVA FRANCESCO	317,910.00	31,791	19.975%
SARDI PAOLO	159,250.00	15,925	10.006%
SCHIAVO GIAMPIERO	159,250.00	15,925	10.006%
GUARNIERI GUERINO	152,730.00	15,273	9.596%
STOFFELLA ANDREA	76,370.00	7,637	4.798%
MAURO BRUNELLI	26,330.00	2,633	1.654%
Totale	1,591,540.00	159,154	100.000%

Nell'ottica del progetto di conferimento, la distribuzione del capitale sociale tra i soci sopra indicati è mutata come segue:

Azionisti	Compagine sociale al closing		
	N° azioni	Capitale	%
E.C. INVESTIMENTI S.r.l.	79.579,00	795.790,00	50,001%
CALCATERRA MICHELE	22.259,00	222.590,00	13,986%
SILVA FRANCESCO	22.259,00	222.590,00	13,986%
SARDI PAOLO	11.143,00	111.430,00	7,001%
SCHIAVO GIAMPIERO	11.143,00	111.430,00	7,001%
GUARNIERI GUERINO	7.637,00	76.370,00	4,798%
STOFFELLA ANDREA	3.818,00	38.180,00	2,399%
MAURO BRUNELLI	1.316,00	13.160,00	0,827%
TOTALE	159.154,00	1.591.540,00	100,000%

Handwritten signature

ECPI S.r.l. con Socio unico

La società è stata costituita in data 16 febbraio 2006 mediante conferimento del ramo d'azienda di ECP denominato "Asset Management Advisory". Con sede legale in Milano, corso Italia 13; svolge l'attività di IMA.

ECP International SA

La società è stata costituita in data 14 maggio 2007 mediante sottoscrizione, da parte di ECP, dell'intero capitale sociale. Con sede legale in Lussemburgo, rue de Laboratoire 9; svolge l'attività di IMA.

Castello SGR S.p.A.

Con sede legale in Milano, corso Italia 13, nasce nel Luglio 2007, per un'iniziativa da parte di un gruppo di investitori istituzionali e protagonisti finanziari che decide di capitalizzare le proprie esperienze in campo immobiliare e finanziario. La società offre un servizio di gestione collettiva del risparmio focalizzato sulla promozione, istituzione e gestione di fondi comuni di investimento chiusi di tipo immobiliare con focus prevalente su fondi riservati ad investitori qualificati. ECP, con una quota del 20%, opera in Castello SGR in qualità di consulente finanziario.

3.1.3. Le aree do business attuali del gruppo

Il Gruppo risulta ad oggi attivo nelle seguenti aree di business:

- o Investment Management Advisory;
- o Corporate Finance Advisory;
- o Real Estate.

Investment Management Advisory (IMA)

L'attività di IMA è basata sull'applicazione di metodologie di selezione etica per valutare le società dal punto di vista della loro attitudine e del loro comportamento verso il rispetto di aspetti ambientali, sociali e di governance ("ESG" Environmental, Social, Governance).

Vengono forniti servizi di consulenza a banche, investitori istituzionali e gestori di fondi in merito alla creazione di indici e alle decisioni di investimento tramite l'applicazione di criteri di selezione ESG.

L'applicazione di detti criteri di selezione rispetto ai metodi tradizionali differisce in quanto si basa sull'analisi e valutazione degli aspetti qualitativi di una società, quali appunto gli aspetti ambientali, sociali e di governance piuttosto che sull'analisi di elementi puramente quantitativi ed analitici.

I maggiori aspetti ESG di una società sono ad esempio la definizione di una strategia ambientale, il mantenimento di relazioni positive nella comunità nonché di un dialogo sociale, l'osservanza di politiche corrette nei confronti del personale e dei dipendenti, il rispetto delle legislazioni e l'adozione di adeguate strutture organizzative con l'inclusione di amministratori indipendenti.

Tale mercato sta crescendo a tassi molto elevati sia in Europa sia negli Stati Uniti in concomitanza con l'aumentato riconoscimento dei rischi associati ad una carente corporate governance nonché alla sempre maggiore attenzione

rivolta ad aspetti ambientali e sociali relativamente ai processi decisionali aziendali.

ECPI ed ECP International operano dunque nel mercato europeo di nicchia della consulenza negli investimenti socialmente responsabili ("SRI" Social Responsible Investments) tramite la fornitura di vari tipi di prodotti e servizi agli investitori, quali la costituzione, il marketing ed il benchmarking di fondi comuni di investimento, la creazione ed il calcolo di indici di mercato investibili legati a temi specifici e con caratteristiche finanziarie specifiche, ricerche ESG applicate a prodotti derivati nonché altri servizi.

In questo ambito il Gruppo ECP ha raggiunto una posizione di leadership europea, soprattutto nel segmento dei benchmark etici per fondi comuni.

In particolare l'analisi ESG di ECPI è rivolta ad investitori istituzionali ed ai gestori che vogliono integrare valutazioni ambientali, sociali e di governance nei loro processi di investimento. ECPI ha creato una metodologia di screening che prevede un completo set di criteri riguardo alle politiche ambientali e sociali delle società oggetto di analisi e della loro struttura di governo (questi criteri comprendono sottocategorie quali processo di produzione, impatto ambientale, relazioni con la comunità, gestione delle diversità, gestione delle risorse umane, attività sussidiarie, trasparenza di bilancio, composizione e norme del consiglio di amministrazione). Tramite detto processo di screening e

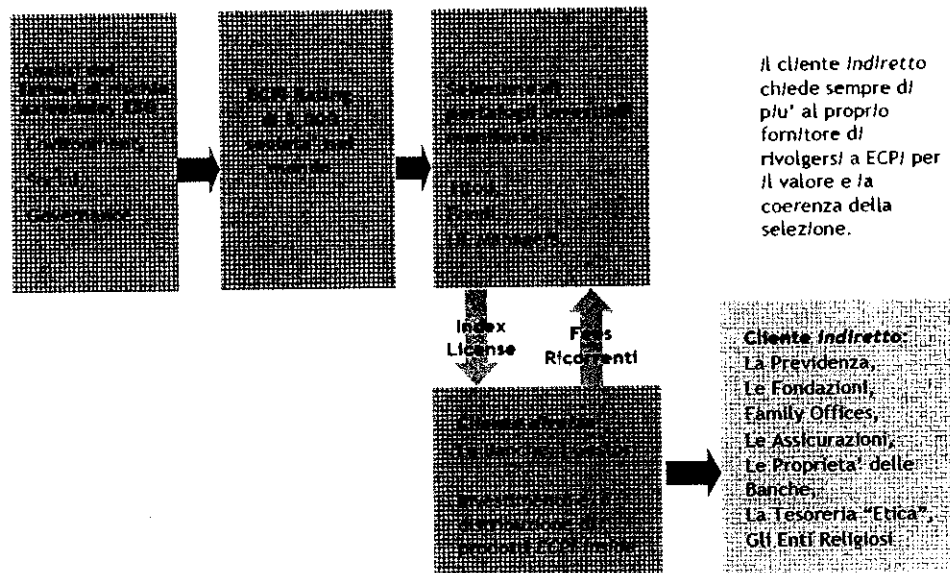


msu

di rating viene attribuito alle società o enti oggetto di valutazione un punteggio (Rating ESG).

Il business model di ECPI è descritto sinteticamente di seguito:

ECPI Business Model



Corporate Finance Advisory (CFA)

Il settore del CFA si caratterizza per la fornitura di servizi di consulenza alle imprese in relazione a fabbisogni finanziari di natura straordinaria, in quanto di natura non ricorrente e di forte impatto finanziario in merito alla gestione del business.

Il settore tipicamente viene suddiviso in base al tipo di consulenza e di finanziamento offerto distinguendosi ad esempio tra la consulenza M&A, il Leverage Finance, il Project Finance ed altre forme di finanziamento (tra cui rientra il Grant Finance). ECP è attiva nelle due aree del M&A e del Grant Finance.

Wally

M&A

Il settore dell'M&A si basa sulle consulenze fornite alle imprese nell'ambito di potenziali transazioni, quali fusioni, acquisizioni o altre.

Il mercato europeo (ma in generale a livello mondiale) è dominato da circa 25 banche d'affari che nel 2007 hanno gestito circa il 90% delle operazioni effettuate, mentre il restante 10% delle operazioni è stato gestito da banche minori, banche commerciali e boutique finanziarie, tra cui rientra ECP.

Grant Finance

Tale business si basa sulla fornitura di servizi di consulenza per l'ottenimento di finanziamenti agevolati ad imprese che realizzano programmi di Ricerca e Sviluppo e di internazionalizzazione.

Il mercato italiano, e quello europeo più in generale, risulta suddiviso tra le 4 grandi società di revisione, vari studi di consulenza contabile e fiscale, dottori commercialisti e professionisti autonomi ed un numero ridotto di operatori specializzati ed indipendenti tra cui ECP.

Il settore risulta strettamente correlato alla disponibilità di programmi di incentivazione a livello comunitario, nazionale e regionale che sono attesi in aumento nei prossimi anni.

Come detto, nell'ambito del CFA, ECP opera direttamente con due team distinti focalizzati sulle due aree appena descritte.

In particolare il team di M&A assiste i clienti in tutte le fasi del processo di fusione/ acquisizione, nella strutturazione ed analisi della struttura del capitale più adeguata suddivisa tra capitale proprio e di debito, nella definizione di piani industriali e di ristrutturazione del debito, nella valutazione di imprese e beni immateriali, nel finanziamento e nella valutazione di proprietà immobiliari (fondi immobiliari, sfruttamento portafoglio immobiliare ed altro).

Mentre il team di Grant Finance assiste i clienti affinché possano usufruire di agevolazioni di finanziamento nell'ambito di programmi di investimento, R&D, sviluppo ed internazionalizzazione dell'impresa. In particolare ECP offre servizi per la ricerca di agevolazioni di finanziamento regionali, nazionali ed europee o comunque di strumenti finanziari meno costosi rispetto al tradizionale mercato del debito. Ciò consente all'impresa di definire la struttura di capitale ottimale per ogni specifico progetto industriale.

Real Estate

Il settore della gestione di fondi immobiliari si basa sulla creazione e gestione di portafogli di asset immobiliari, tramite il loro trasferimento a entità legali separate denominate fondi immobiliari e gestite da società specializzate.

Gli asset immobiliari in gestione possono essere eterogenei e si dividono generalmente in uffici, immobili residenziali, commerciali ed industriali.

In Italia nel 2007 circa 243 società sono state autorizzate da Banca d'Italia a gestire fondi di ogni tipo (quali fondi comuni, fondi di private equity, fondi immobiliari ed altri) e di queste solo 47 sono attive nel settore immobiliare e solo 38 sono specializzate in detto settore. Tra queste rientra Castello SGR.

Il mercato italiano ha fatto registrare negli ultimi 5 anni una fortissima crescita in termini di fondi immobiliari e società di gestione specializzate.

Castello SGR offre in particolare un servizio di gestione collettiva del risparmio focalizzato sulla promozione, istituzione e gestione di fondi comuni di investimento chiusi di tipo immobiliare con focus prevalente su fondi riservati ad investitori qualificati. ECP, con una quota del 20%, opera in Castello SGR in qualità di consulente finanziario.

3.1.4. Strategie del gruppo

Il management di ECP crede che i business, che incorporano appropriati comportamenti in termini di attenzione agli aspetti ESG nelle proprie strategie di sviluppo, siano in grado di creare più valore sostenibile nel lungo periodo, siano meno rischiosi ed in grado di creare rendimenti superiori per i propri azionisti rispetto agli altri business.

ECP quindi mira ad essere il consulente di riferimento per investitori ed operatori che cercano di incorporare il valore di alcuni fattori non finanziari (ESG) nelle loro decisioni di investimento e finanziamento.



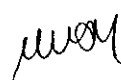
Handwritten signature or mark.

Obbiettivi di Gruppo

Il management ha identificato un certo numero di azioni ed aree di sviluppo in cui intende concentrare i propri sforzi nel tracciare lo sviluppo strategico della Società. In particolare ECP ha elaborato una strategia di business ad ampio spettro che mira a sfruttare l'eccellente posizionamento di ECPI e dell'area IMA nel suo mercato di riferimento.

In particolare ECP intende concentrare i suoi sforzi strategici sui seguenti obbiettivi di Gruppo:

- o rafforzare la base di ricavi ricorrente su tutte le quattro aree di attività (incluso il private equity) per raggiungere circa € 8-10 milioni di ricavi entro fine piano;
- o mantenere un'esposizione verso ricavi non ricorrenti e più cospicui rispetto alla base di ricavi ordinaria, legati tipicamente al completamento di operazioni straordinarie, per raggiungere circa € 8-10 milioni di ricavi entro fine piano;
- o acquisire opportunità di ulteriore crescita attraverso un numero selezionato di nuove iniziative con potenziale per realizzare plusvalenze, remunerazione simile al "carried interest" dei fondi di private equity e con un profilo di guadagni ricorrenti negli anni (es.: gestione di fondi di Real Estate, Private Equity, etc.);
- o in generale, raggiungere ricavi totali di circa € 20-30 milioni tra il 2010 e il 2012, includendo la maturazione del "carried interest" ed il valore intrinseco di Castello SGR;
- o raggiungere uno sviluppo europeo delle attività di ECP con la possibilità di entrare in modo selezionato negli Stati Uniti ed in Asia.



Investment Management Advisory (IMA)

La strategia pianificata nell'area IMA è incentrata sugli aspetti che seguono.

Business attuale:

- incremento della base di ricavi ricorrente negli indici tramite una maggiore massa di Asset Under Advisory;
- definizione di nuove e continue opportunità di sviluppo legate agli strumenti derivati (investment baskets) in grado di generare sia ricavi ricorrenti che elevate commissioni di strutturazione iniziali;
- crescita della penetrazione dei prodotti M.A.R.S. legati alla consulenza verso gli investitori in hedge funds e prodotti alternativi con incremento dei ricavi ricorrenti ;
- maggiore penetrazione internazionale;
- potenziali alleanze commerciali con banche d'affari e di investimento;
- continua innovazione di prodotto e maggiore sofisticazione ed usabilità dei prodotti e delle metodologie di screening e di ricerca di ECPL.

Business nuovo:

- nuova iniziativa ed alleanza nel campo dell'Alternative Investment in Europa con la società Highland Associates che ha sede negli Stati Uniti;
- alleanza con la società Ethix in Scandinavia;
- nuova iniziativa nell'investment management advisory legata a temi di investimento specifici su aspetti più tradizionali.

Corporate Finance Advisory (CFA)

La strategia pianificata nell'area CFA è incentrata sugli aspetti che seguono.

Business attuale:

- incremento della base di ricavi ricorrente tramite un incremento nella capacità di "origination" di mandati di M&A e Grant Finance da società di piccole e medie dimensioni, fondi di private equity e gruppi internazionali;
- sviluppo della franchigia di Real Estate Investment Banking, sinergica con Castello SGR;
- focalizzazione per l'area M&A sui segmenti delle utilities, industriali e di consumo, con necessità di costruire la copertura del segmento dei financial service;
- mentre per l'area Grant Finance su incentivi legati alla Ricerca e Sviluppo ed all'internazionalizzazione oltre che su programmi europei e nazionali;
- obiettivo di continuare ad incrementare la grandezza del valore delle operazioni e dei mandati, specialmente nel Grant Finance.

Business nuovo:

- costituzione e sviluppo di 3 nuove aree di business composte da consulenza per quotazioni ("IPO" Initial Public Offerings) e ricerca di finanziamenti, collocamenti privati e ristrutturazioni societarie;
- eventualmente valutare la possibilità/ la necessità di effettuare un'alleanza strategica internazionale con un'entità compatibile.

Real Estate (Castello SGR)

La strategia pianificata in Castello SGR è incentrata sugli aspetti che seguono.

Business attuale:

- finalizzazione e gestione dei 2 fondi Clesio e Cosimo I;
- ricavi ricorrenti a partire dal 2008 come funzione della massa di Asset Under Management, che è destinata a crescere a seguito dello sviluppo e completamento di varie iniziative immobiliari già definite.

MDU

Business nuovo:

- o strutturazione di un nuovo fondo di "Sale & Lease back" il cui scopo sarà quello di liberare capitale racchiuso in assets immobiliari strumentali nell'attività di piccole e medie imprese industriali. Tale fondo avrà un importo sottoscritto di circa € 200-300 milioni;
- o strutturazione di un nuovo fondo immobiliare per anno lungo tutti gli anni di piano nelle aree di nicchia relative al settore "Health" o simili.

Inoltre ECP si aspetta di beneficiare dalla sua partecipazione in Castello SGR tramite la corresponsione di dividendi pro quota, del carried interest legato alle plusvalenze una volta dismessi gli assets immobiliari in portafoglio e delle importanti sinergie di vendita e marketing tra Castello SGR ed il dipartimento di M&A relative alla strutturazione dei nuovi fondi, alla vendita di quote, all'acquisizione e dismissione di asset immobiliari ed al loro finanziamento.

Private Equity

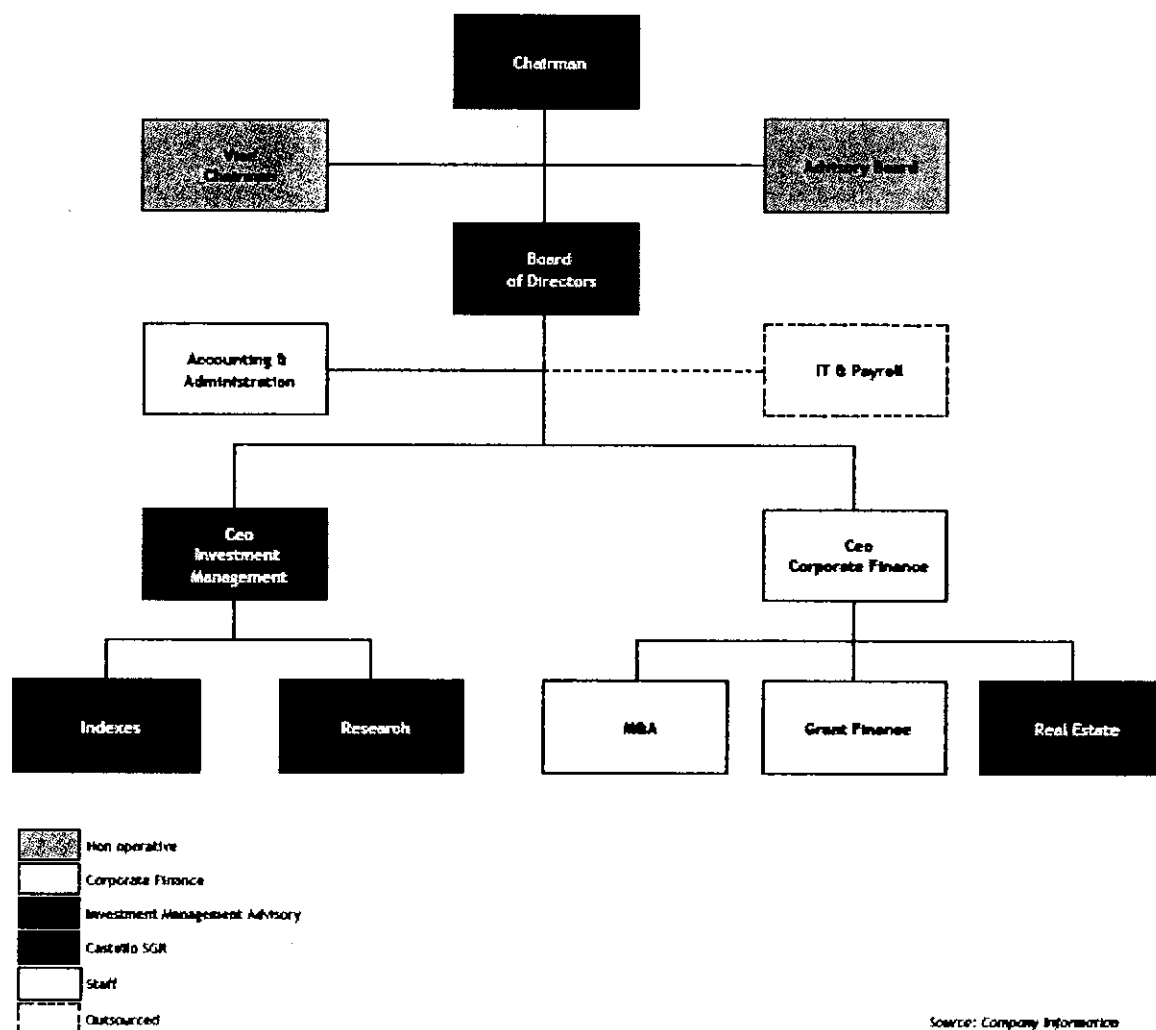
La strategia pianificata nel business del Private Equity è incentrata sulla raccolta e gestione di un nuovo fondo di private equity con un obiettivo di raccolta di € 50 milioni e focus su investimenti in società legate agli impatti dei cambiamenti climatici del pianeta sui business delle società.



man

3.1.5 Management e collaboratori

La struttura organizzativa e manageriale della Società è riportata di seguito:



Con riferimento alla struttura organizzativa di cui sopra, di seguito vengono riportati dei brevi profili dei sette componenti del Management di ECP.

Francesco Silva (Chairman e CEO del CFA) di 48 anni di età

Partner di ECP dal 2004. In precedenza è stato Managing Director del dipartimento di M&A di JPMorgan in Italia (1996-2002) e Vice President di Kidder Peabody (1988-1996). Nella sua esperienza lavorativa è stato advisor e consulente in un elevato numero di operazioni di M&A a livello nazionale ed internazionale ed ha fondato Sfera Consulting nel 2002. E' professore alla SDA

Handwritten signature

Bocconi dove segue il corso di Corporate Valuation. Vanta un MBA conseguito presso la Columbia University di New York nel 1986.

Michele Calcaterra (CEO del IMA) di 43 anni di età

Fondatore di ECP nel 2000. In precedenza ed attualmente è anche professore presso al Corporate Finance e Real Estate Department della SDA Bocconi ed advisor di un elevato numero di operazioni di M&A e di valutazioni di aziende industriali e di consumo.

Paolo Sardi (Partner del IMA) di 32 anni di età

Co-fondatore di ECP nel 2000 e Amministratore Delegato di ECP S.r.l.. In precedenza è stato analista presso Merrill Lynch International a Londra nel 1999. E' advisor per numerosi investitori istituzionali nella strutturazione di SICAV, fondi di investimento e prodotti strutturati.

Guerino Guarnieri (Partner del IMA) di 40 anni di età

In ECP dal 2004 e partner dal 2006. In precedenza è stato Executive Director presso la banca d'affari Lehman Brothers (2002-2003) e Senior Vice President in JPMorgan (1992-2002) nell'area della Distribuzione di Derivati e di Prodotti di Credito Strutturati.

Giampiero Schiavo (Amministratore Delegato di Castello SGR) di 33 anni di età

Co-fondatore di ECP nel 2000 ed Amministratore Delegato di Castello SGR dal 2007. In precedenza è stato membro di un elevato numero di team nella consulenza in progetti di Real Estate. Ha gestito ed eseguito un elevato numero di operazioni di M&A nel campo del Real Estate, municipalizzate, utilities ed infrastrutture.

Andrea Stoffella (Partner del Grant Finance) di 37 anni di età

In ECP dal 2004 e partner dal 2006. In precedenza è stato Manager responsabile della divisione Grant Finance di Deloitte in Italia (2002-2003) e responsabile di

Deloitte & Touche per i progetti di finanza agevolata in campo europeo, nazionale e regionale nel periodo dal 1998 al 2003.

Mauro Brunelli (Partner del M&A) di 43 anni di età

In ECP dal settembre 2007 e partner dal maggio 2008. In precedenza è stato Head dell'M&A Department di Société Générale in Italia (2004-2007) e responsabile del dipartimento di M&A di Banca Intesa (2001-2004). In precedenza è stato responsabile in Banca IMI del Dipartimento di M&A nel periodo dal 1991 al 2001.

Collaboratori

Il personale del Gruppo comprende (ad Ottobre 2007) 36 unità, suddivisi in 23 professionisti, 5 addetti alle funzioni di staff, 1 responsabile IT in outsourcing ed i 7 partners inclusi.

Il personale è suddiviso abbastanza equamente tra le attività di IMA (16) e di CFA (20). Tutto il personale è impiegato e svolge le proprie funzioni presso la sede di Milano.

I 23 professionisti sono suddivisi in 10 impiegati nelle attività IMA, di cui 3 nel dipartimento Indici e 7 nel dipartimento Ricerca e 13 impiegati nelle attività di CFA, di cui 8 nel dipartimento di M&A e 5 nel dipartimento di Grant Finance.

Generalmente i professionisti di ECP hanno un'età media sotto i 33 anni e sono suddivisi equamente tra maschi e femmine. I più esperti (7) provengono da esperienze lavorative diverse nel campo della revisione contabile, della consulenza o da istituzioni finanziarie e banche, mentre gli altri più junior sono per la maggioranza neo-laureati (5) o hanno una breve esperienza in aree analoghe a quella dei più senior.

La maggioranza dei professionisti è di origine italiana, con 2 di nazionalità estera, e parla almeno una o più lingue oltre alla propria. La permanenza

media presso la Società è abbastanza limitata con la maggior parte assunta da non più di 1 anno.

Generalmente i professionisti sono assunti con un contratto a tempo indeterminato (15), mentre solo 5 sono in stage e 3 con un contratto di collaborazione a tempo parziale o pieno. La remunerazione media si aggira intorno ai € 30,000 con solo 1 che eccede i € 50,000. Nell'anno precedente (2006) il bonus di fine anno è stato mediamente pari a circa il 70% della retribuzione media annua, con un trattamento più favorevole per quei professionisti che erano impiegati presso il dipartimento di CFA. Tutti gli impiegati beneficiano dei ticket restaurant e dell'uso del telefono cellulare.

3.1.6. Motivazioni del conferimento

Le motivazioni del conferimento sono riportate, seppur sinteticamente, nel verbale del CdA di E.C. Investimenti Srl del 24 aprile 2008, nel corso del quale il Presidente, dr. Francesco Silva, spiega che la suddetta ipotesi di trasferimento della partecipazione azionaria detenuta in E.Capital risponde all'esigenza, manifestata e condivisa dalla compagine sociale di E.C. Investimenti S.r.l., di realizzare un progetto di integrazione tra E.Capital e Mittel, e che tale progetto costituisce un'importante opportunità per la valorizzazione delle risorse interne della partecipata E.Capital.

3.1.7. Informazioni finanziarie.

Il "Business Plan" per gli anni 2008-2012 è stato predisposto dalla Società nel mese di febbraio 2008 e viene presentato di seguito congiuntamente alle informazioni e dati economico e finanziari storici del Gruppo.



msu

Il Business Plan è stato costruito con i dati consolidati del Gruppo ECP tenendo in considerazione i singoli settori di attività in cui ECP è operativa.

In particolare il perimetro di consolidamento riflette i dati delle quattro aree di attività in cui il Gruppo prevede che sarà attivo entro la fine del periodo di piano e dunque IMA, CFA, Real Estate e gestione di fondi di Private Equity.

Pertanto all'interno del perimetro di consolidamento risultano essere consolidate:

- la stessa E. Capital Partners S.p.A (CFA);
- ECPI S.r.l. (IMA), all'interno dei cui dati sono stati inclusi anche i dati e le informazioni economico-finanziarie relativi alle partecipazioni in ECP International SA e nelle altre realtà che verranno attivate/acquisite in ambito IMA;
- la nuova unità di gestione di fondi di Private Equity che diverrà attiva entro il 2009;
- Castello SGR (Real Estate) è stata invece esclusa dal consolidamento eccetto per il contributo che fornirà al Gruppo in termini di dividendi pro-quota.

All'interno del Business Plan sono presentati i dati storici degli anni 2005 e 2006 basati sui bilanci civilistici delle singole società che sono stati consolidati nel rispetto delle norme che regolano il consolidamento.

I dati per l'anno 2007 sono stati stimati sulla base delle informazioni disponibili al febbraio 2008 non essendo disponibili, alla data della redazione dei Budget, i dati definitivi espressi in seguito nei bilanci approvati e certificati dalla società di revisione.

I dati previsti per il periodo 2008-2012 sono stati costruiti in modo da riflettere le ultime previsioni per i business attuali ed in via di sviluppo per il Gruppo ECP.

Come indicato dalla Società, i dati e le assunzioni fondamentali utilizzati nella predisposizione del Business Plan sono stati i seguenti:

ECP ha fatto registrare un tasso annuo di crescita composto ("CAGR" Compound Annual Growth Rate) nel periodo 2005-2007 pari a circa il 57%, grazie all'organico sviluppo delle varie attività. L'EBITDA nello stesso periodo ha mostrato anch'esso un significativo tasso di crescita, pari a circa il 103%, con una marginalità pari al 53% dei ricavi nel 2007.

Le stime realizzate per la costruzione del Business Plan 2008-2012 considerano che l'implementazione della strategia di ECP possa permettere il mantenimento di un alto tasso di crescita, anche se inferiore a quanto realizzato nella fase di sviluppo iniziale, e quindi con ricavi in crescita ad un CAGR del 17% ed EBITDA in crescita ad un CAGR del 19.5% per il periodo 2008-2012. Questo risultato tiene già conto anche dell'ovvio incremento di staff, personale di supporto e spese di ricerca e sviluppo necessari per sostenere la crescita stimata.

Il Business Plan, come detto, è stato costruito considerando singolarmente i vari settori di attività del Gruppo ECP ed in particolare:

- per la crescita attesa nell'area IMA si è considerata sia la crescita dei prodotti e servizi offerti, sulla base del "backlog" (portafoglio ordini e contratti) esistente alla data di redazione (che rappresenta l'88% dei ricavi attesi 2008) sia la possibilità di sviluppo, anche attraverso joint-venture con operatori attivi nel campo degli investimenti alternativi;
- per la crescita attesa nell'area IMA si è considerata sia la crescita nel business esistente, anche per la possibilità di realizzare sinergie significative quale "advisor" di Castello SGR, sia le possibilità collegate all'offerta di nuovi servizi;
- per la crescita attesa nell'area CF si è avuto un approccio molto prudentiale in quanto, a fronte di un determinato numero di "deals" che il Management di ECP riterrà di esaminare, è stata mantenuta costante negli anni a venire una % di successo/chiusura pari al 25%; questa previsione è ritenuta prudentiale dalla scrivente, avendo riguardo delle operazioni di CF concluse negli anni passati e evidenziate nel Track Record consegnato.
- lo sviluppo nel settore del Private Equity, che incide in misura non significativa sul Piano assunto a base della valutazione, tiene conto anche delle forti attese con le attività di M&A. e degli obiettivi indicati nel § 3.1.4
- la redditività potenziale dalla divisione Real Estate, non è significativamente espressa nel Piano Previsionale che prudentialmente non ha espresso gli effettivi ricavi che il gruppo potrà avere;

Dall'analisi della documentazione consegnata è rilevante notare che dati consuntivi riportati dalle situazioni patrimoniali ed economiche delle società del Gruppo sono in linea con i dati indicati nel Budget e sulla base delle dichiarazioni rese da Paolo Sardi, Managing director di ECP International SA, alla data di redazione della presente relazione la divisione IMA ha già raggiunto il fatturato previsto per il 2008.

Nelle pagine che seguono si riportano di seguito i dati patrimoniali, economici e i flussi di cash flow, storici e prospettici, consolidati di gruppo e per singola divisione divisione.



Handwritten signature

■ Consolidated Historical and Projected Income Statements

I dati economici consolidati storici e prospettici vengono riportati di seguito:

Consolidated Income Statement

EUR /000	2005A	2006A	2007E	2008F	2009F	2010F	2011F	2012F
Investment Management Advisory	1,515	4,545	8,311	11,676	13,095	14,152	15,473	16,104
Corporate Finance Advisory	3,262	4,315	3,627	4,668	5,766	6,602	7,048	7,477
Castello 5GR (dividends only)	-	-	-	40	80	109	334	194
Private Equity	-	-	-	-	650	1,300	1,300	2,300
Revenues	4,777	8,860	11,938	16,384	19,592	22,163	24,155	26,075
IMA "Recurring" Revenues	n/a	n/a	n/a	10,274	7,515	4,857	3,963	4,004
Total "Recurring" Revenues	n/a	n/a	n/a	11,201	8,673	6,167	5,023	5,101
Professionals	791	864	862	1,168	1,560	1,807	2,084	2,248
Partners	933	944	1,036	1,469	1,621	1,784	2,036	2,131
Other Direct Costs	541	742	2,075	3,615	3,085	3,133	3,059	2,985
Overheads	736	1,015	1,208	1,191	1,501	1,791	1,886	1,984
EBITDAB	1,776	5,295	6,757	8,942	11,825	13,648	15,091	16,727
Staff Bonus	23	20	35	51	71	85	89	93
Professionals Bonus	215	412	377	674	918	1,042	1,174	1,273
EBITDA	1,538	4,863	6,344	8,218	10,835	12,521	13,828	15,361
Amortizations & Depreciations	134	207	259	331	497	475	535	594
EBIT	1,404	4,656	6,085	7,886	10,338	12,046	13,293	14,767
Net Interests	56	7	(60)	(77)	(106)	(183)	(282)	(392)
Net Extraordinary Items	29	56	0	0	0	0	0	0
EBT	1,319	4,593	6,145	7,964	10,444	12,229	13,575	15,159
Partners Bonus	1,025	3,753	800	2,188	2,885	3,334	3,682	4,090
Taxation	221	498	1,049	1,888	2,473	2,905	3,231	3,606
Net Profit	73	342	4,296	3,888	5,086	5,991	6,662	7,462
Revenues Growth %	n.a.	85.5%	34.7%	37.2%	19.6%	13.1%	9.0%	7.9%
EBITDA Margin %	32.2%	54.9%	53.1%	50.2%	55.3%	56.5%	57.2%	58.9%
Net Income %	1.5%	3.9%	36.0%	23.7%	26.0%	27.0%	27.6%	28.6%

Handwritten signature

■ Consolidated Historical and Projected Cash Flows

I dati finanziari consolidati storici e prospettici vengono riportati di seguito:

Consolidated Cash Flow Statement								
EUR /000	2005A	2006A	2007E	2008F	2009F	2010F	2011F	2012F
EBITDA		4,863	6,344	8,218	10,835	12,521	13,828	15,361
Taxation		(498)	(1,049)	(1,888)	(2,473)	(2,905)	(3,231)	(3,606)
Δ Net Working Capital		2,549	(1,269)	140	62	18	(21)	(34)
Δ Provisions		36	-	-	-	-	-	-
Operating Cash Flow		6,950	4,027	6,470	8,425	9,634	10,576	11,720
Capital Expenditures		(320)	(250)	(250)	(750)	(250)	(250)	(250)
Investments		-	(480)	(350)	(850)	-	-	-
Free Cash Flow		6,630	3,297	5,870	6,825	9,384	10,326	11,470
Net Interest		(7)	60	77	106	183	282	392
Net Extraordinary Items		(56)	-	-	-	-	-	-
Partners Bonus		(3,753)	(800)	(2,188)	(2,885)	(3,334)	(3,682)	(4,090)
Goodwill		(788)	-	-	-	-	-	-
Δ Shareholders' Funds		995	-	(4,000)	-	-	-	-
Net Cash Flow		3,021	2,557	(240)	4,046	6,233	6,926	7,772
Net Debt / (Net Cash) B-o-Y		299	(2,722)	(5,279)	(5,039)	(9,085)	(15,318)	(22,244)
Net Cash Flow		(3,021)	(2,557)	240	(4,046)	(6,233)	(6,926)	(7,772)
Net Debt / (Net Cash) E-o-Y	299	(2,722)	(5,279)	(5,039)	(9,085)	(15,318)	(22,244)	(30,016)
Operating CF Cash Conversion %		142.9%	63.5%	78.7%	77.8%	76.9%	76.5%	76.3%
Free CF Cash Conversion %		136.3%	52.0%	71.4%	63.0%	74.9%	74.7%	74.7%
Net CF Cash Conversion %		62.1%	40.3%	-2.9%	37.3%	49.8%	50.1%	50.6%

mu

▪ Consolidated Historical and Projected Balance Sheets

I dati patrimoniali consolidati storici e prospettici vengono riportati di seguito:

Consolidated Balance Sheet								
EUR /000	2005A	2006A	2007P	2008P	2009P	2010P	2011P	2012P
Intangible Assets	31	1,000	991	952	1,283	1,169	1,025	852
Tangible Assets	156	122	182	221	241	241	220	180
Investments	1	1	481	831	1,681	1,681	1,681	1,681
Net Fixed Assets	187	1,123	1,654	2,004	3,205	3,091	2,927	2,713
Trade Receivables	2,345	2,768	2,985	4,096	4,898	5,541	6,039	6,519
Trade Payables	(1,354)	(3,621)	(2,388)	(3,277)	(3,918)	(4,433)	(4,831)	(5,215)
Other Net Assets/ (Liabilities)	(213)	(953)	(1,194)	(1,638)	(1,959)	(2,216)	(2,416)	(2,608)
Net Working Capital	778	(1,806)	(597)	(819)	(980)	(1,108)	(1,208)	(1,304)
Staff Leaving Indemnities	(31)	(67)	(67)	(67)	(67)	(67)	(67)	(67)
Other Provisions								
Net Capital Employed	934	(750)	990	1,118	2,158	1,916	1,802	1,342
Share Capital	541	1,130	1,130	1,130	1,130	1,130	1,130	1,130
Reserves	23	500	842	1,138	5,027	10,113	16,104	22,766
Net Profit	71	342	4,296	3,888	5,086	5,991	6,662	7,462
Shareholders' Funds	635	1,972	6,268	6,156	11,243	17,234	23,896	31,358
Net Debt/ (Net Cash)	299	(2,722)	(5,278)	(5,039)	(9,085)	(10,318)	(22,246)	(30,016)
Shareholders' Funds %	68.0%	-262.9%	633.4%	550.7%	520.9%	899.6%	1446.6%	2337.0%
Net Financial Position %	32.0%	362.9%	-533.4%	-450.7%	-420.9%	-799.6%	-1346.6%	-2237.0%

Handwritten signature

■ *Historical and Projected Income Statements divisione IMA*

I dati economici storici e prospettici della divisione IMA vengono riportati di seguito:

Investment Management Advisory Income Statements

EUR /000	2005A	2004A	2007E	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E
Indexes	610	809	897	972	1,002	1,032	1,062	1,092
Investment Baskets	105	75	362	939	1,059	1,179	1,299	1,419
M.A.R.S.	0	72	453	1,892	2,234	2,575	2,917	3,259
Special Deals/ Up-front Fees	800	3,589	6,599	7,471	7,371	7,171	7,235	7,235
Existing Business	1,515	4,545	8,311	11,274	11,665	11,857	12,513	13,004
"Recurring" Revenues	n/a	n/a	n/a	10,274	7,515	4,857	3,963	4,004
Alternative Investments JV	-	-	-	313	1,250	1,875	2,500	2,500
"Bias Specific" Traditional Investing	-	-	-	40	80	120	160	200
Ethix	-	-	-	50	100	200	300	400
New Business/ Evolution	-	-	-	403	1,430	2,195	2,960	3,100
Revenues	1,515	4,545	8,311	11,677	13,095	14,052	15,473	16,104
ECPI®	1,515	4,545	2,385	1,699	2,539	2,779	3,019	3,259
ECP HTL	-	-	5,926	9,978	10,557	11,373	12,454	12,846
Professionals	397	341	364	490	589	640	695	749
Partners	458	458	458	595	626	657	688	720
Other Direct Costs	202	244	1,723	3,127	2,492	2,456	2,321	2,186
Overheads	326	479	598	671	737	785	834	884
EBITDAB	132	3,023	5,168	6,794	8,651	9,613	10,935	11,566
Staff Bonus	12	10	18	32	38	41	43	45
Professionals Bonus	49	121	96	132	160	174	189	204
EBITDA	72	2,892	5,054	6,630	8,453	9,758	10,703	11,317
Revenues Growth %	n.a.	200.0%	82.9%	40.5%	12.2%	8.1%	9.3%	4.1%
EBITDA Margin %	4.7%	63.6%	60.8%	56.8%	64.5%	66.4%	69.2%	70.3%



uon

■ *Historical and Projected Income Statements divisione CFA*

I dati economici storici e prospettici della divisione CFA vengono riportati di seguito:

Corporate Finance Advisory Income Statements									
EUR /000	2005A	2006A	2007E	2008F	2009F	2010F	2011F	2012F	
M&A Advisory	2,262	1,545	1,474	1,420	1,540	1,660	1,780	1,840	
Real Estate Advisory	450	1,855	1,121	1,808	2,011	2,272	2,298	2,512	
Grant Advisory	550	915	1,032	1,290	1,590	1,745	2,045	2,200	
Existing Business	3,262	4,315	3,627	4,518	5,141	5,677	6,123	6,552	
"Recurring" Revenues	n/a	n/a	n/a	927	1,158	1,310	1,061	1,097	
Primary Markets Advisory (IPO, Debt)	-	-	-	90	245	335	335	335	
Private Placement (M.A.C., VC)	-	-	-	60	180	390	390	390	
Restructuring	-	-	-	-	200	200	200	200	
New Business/ Evolution				150	625	925	925	925	
Revenues	3,262	4,315	3,627	4,668	5,766	6,602	7,048	7,477	
Professionals	394	523	498	678	875	963	1,051	1,138	
Partners	476	486	578	874	917	961	1,004	1,048	
Other Direct Costs	339	498	352	488	567	625	683	741	
Overheads	409	536	610	520	566	593	621	650	
EBITDAB	1,644	2,272	1,588	2,108	2,840	3,461	3,690	3,899	
Staff Bonus	12	10	18	18	23	24	25	26	
Professionals Bonus	166	291	281	542	730	807	884	962	
EBITDA	1,466	1,971	1,289	1,547	2,087	2,630	2,781	2,912	
Revenues Growth %	n.a.	32.3%	(15.9)%	28.7%	23.5%	14.5%	6.8%	6.1%	
EBITDA Margin %	45.0%	45.7%	35.5%	33.2%	36.2%	39.8%	39.5%	38.9%	

W&A

▪ *Historical and Projected Income Statements Castello SGR*

I dati economici storici e prospettici di Castello SGR vengono riportati di seguito:

Castello SGR Income Statements

EUR /000	2007E	2008F	2009F	2010F	2011F	2012F
Cleslo Fund	990	1,238	2,100	3,225	1,262	-
Cosimo Fund	0	319	450	563	675	675
Existing Business	990	1,557	2,550	3,788	1,937	675
Lease Back Fund	-	700	780	1,014	1,217	1,338
New Funds	-	616	960	1,553	2,325	3,075
New Business/ Evolution	-	1,316	1,740	2,567	3,542	4,413
Fees	990	2,872	4,290	6,355	5,479	5,088
Professionals	0	260	481	514	547	580
Partners	83	219	230	242	253	265
Other Direct Costs (Governance & Fees)	90	652	1,179	1,445	1,475	1,693
Overheads	310	1,025	1,286	1,377	1,427	1,517
EBITDAB	506	717	1,114	2,778	1,777	1,033
Staff Bonus	-	90	97	106	108	110
Professionals Bonus	-	77	144	154	164	174
EBITDA	506	550	873	2,518	1,505	749
Amortizations & Depreciations	5	10	15	20	25	25
EBIT	501	540	858	2,498	1,480	724
Net Interests	(40)	(39)	(41)	(51)	(54)	(46)
Net Extraordinary Items	308	-	-	-	-	-
EBT	233	579	900	2,549	1,534	770
Taxation	30	176	353	877	562	328
Net Profit	203	403	547	1,671	972	442
Revenues Growth %	n.a.	190.2%	49.4%	48.1%	(13.8)%	(7.1)%
EBITDA Margin %	51.1%	19.1%	20.4%	39.6%	27.5%	14.7%
Net Income %	20.5%	14.0%	12.7%	26.3%	17.7%	8.7%

mm

- *Historical and Projected Cash Flows Castello SGR*

I dati finanziari storici e prospettici di Castello SGR vengono riportati di seguito:

Castello SGR Cash Flow Statements

EUR /000	2007E	2008F	2009F	2010F	2011F	2012F
EBITDA	506	550	873	2,518	1,505	749
Taxation	(30)	(176)	(353)	(877)	(562)	(328)
Δ Net Working Capital	(25)	(47)	(35)	(52)	22	10
Δ Provisions	4	42	56	61	64	66
Operating Cash Flow	455	369	541	1,650	1,028	497
Capital Expenditures	(50)	(50)	(50)	(50)	(50)	(50)
Free Cash Flow	405	319	491	1,600	978	447
Net Interests	40	39	41	51	54	46
Net Extraordinary Items	(308)	-	-	-	-	-
Δ Shareholders' Funds	2,400	(203)	(403)	(547)	(1,671)	(972)
Net Cash Flow	2,537	155	129	1,104	(639)	(479)
Net Debt/ (Net Cash) B-o-Y	0	(2,537)	(2,692)	(2,821)	(3,925)	(3,286)
Net Cash Flow	(2,537)	(155)	(129)	(1,104)	639	479
Net Debt/ (Net Cash) E-o-Y	(2,537)	(2,692)	(2,821)	(3,925)	(3,286)	(2,807)
Operating CF Cash Conversion %	89.9%	67.0%	62.0%	65.5%	68.3%	66.4%
Free CF Cash Conversion %	80.0%	58.0%	56.2%	63.5%	65.0%	59.7%
Net CF Cash Conversion %	501.4%	28.2%	14.8%	43.8%	-42.5%	-63.9%

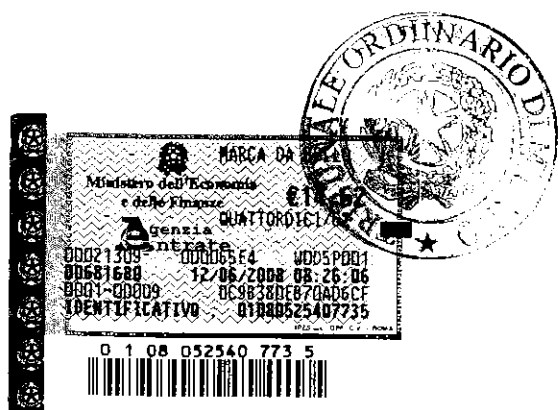
man

▪ Consolidated Historical and Projected Balance Sheets Castello SGR

I dati patrimoniali storici e prospettici di Castello SGR vengono riportati di seguito:

Castello SGR Balance Sheets

EUR /000	2007E	2008F	2009F	2010F	2011F	2012F
Intangible Assets	-	-	-	-	-	-
Tangible Assets	45	85	120	150	175	200
Investments	-	-	-	-	-	-
Net Fixed Assets	45	85	120	150	175	200
Trade Receivables	74	215	322	477	411	382
Trade Payables	(49)	(144)	(215)	(318)	(274)	(254)
Other Net Assets/ (Liabilities)	-	-	-	-	-	-
Net Working Capital	25	72	107	159	137	127
Staff Leaving Indemnities	(4)	(46)	(102)	(163)	(226)	(293)
Other Provisions	-	-	-	-	-	-
Net Capital Employed	66	111	125	146	84	34
Share Capital	2,400	2,400	2,400	2,400	2,400	2,400
Reserves	-	-	-	-	-	-
Net Profit	203	403	547	1,671	972	442
Shareholders' Funds	2,603	2,803	2,947	4,071	3,372	2,842
Net Debt/ (Net Cash)	(2,537)	(2,492)	(2,821)	(3,925)	(3,286)	(2,807)
Shareholders' Funds %	3952.3%	2523.6%	2353.6%	2785.9%	3934.5%	8243.5%
Net Financial Position %	-3852.3%	-2423.6%	-2253.6%	-2685.9%	-3834.5%	-8143.5%



msu

▪ *Historical and Projected Income Statements area Private Equity*

I dati economici storici e prospettici dell'area di Private Equity vengono riportati di seguito:

Private Equity Income Statements						
EUR /000	2007E	2008F	2009F	2010F	2011F	2012F
Management Fees	-	-	500	1,000	1,000	1,000
Transaction Fees	-	-	150	300	300	300
Carried Interest Fees	-	-	-	-	-	1,000
Revenues	-	-	650	1,300	1,300	2,300
Professionals	-	-	96	203	338	360
Partners	-	-	78	166	343	364
Other Direct Costs	-	-	25	53	55	58
Overheads	-	-	198	413	431	450
EBITDAB	-	-	253	465	133	1,069
Staff Bonus	-	-	10	20	21	23
Professionals Bonus	-	-	29	61	101	108
EBITDA	0	0	215	383	10	938
Revenues Growth %	n.a.	n.a.	n.a.	100.0%	0.0%	76.9%
EBITDA Margin %	n.a.	n.a.	33.0%	29.5%	0.8%	40.8%

Handwritten signature

3.2. Il giudizio di affidabilità dei dati esaminati.

3.2.1. Giudizio di affidabilità dei dati contabili e dei bilanci di esercizio.

L'esperto estimatore, esaminata la documentazione anzi indicata (vedi §2), e in particolare i rilievi eseguiti dal Collegio sindacale nell'ambito del controllo di gestione, ha riscontrato che non sono emersi elementi di criticità tali da rendere inaffidabile il sistema di controllo delle procedure o comunque tali da destituire di fondatezza il sistema amministrativo-contabile, nonché l'affidabilità dello stesso a rappresentare in modo corretto i fatti di gestione.

Pertanto, tenuto inoltre conto:

- della attendibilità del sistema informativo;
- del processo di reporting gestionale;
- dei giudizi formulati in passato dagli organi di controllo in ordine alla adeguatezza del sistema amministrativo-contabile ed alla affidabilità di quest'ultimo a rappresentare correttamente i fatti di gestione, nonché alla adeguatezza della struttura organizzativa della Società ed al rispetto dei principi di corretta gestione;
- delle relazioni della società di revisione Mazars & Guerard relativa ai bilanci al 31.12.2007 della società E.Capital Partners Spa, E.C.P. International SA, E.C.P.I. Srl;
- delle relazioni della società di revisione Deloitte & Touche Spa relativa al bilancio al 31.12.2007 della società Castello SGR Srl;

- delle attività di verifica e di controllo svolte, finalizzate ad accertare, anche mediante metodi di campionamento di tipo discrezionale, l'affidabilità dei dati e delle informazioni rese disponibili;

il sottoscritto estimatore è in grado di esprimere un giudizio di affidabilità dei dati contabili e dei bilanci di esercizio esaminati.

3.2.2. Giudizio di affidabilità dei dati revisionali 2008/2012.

I dati previsionali sono stati costruiti dagli organi amministrati della società ai quali è deputata la loro redazione e la verifica e l'esame degli scostamenti.

Il Piano è stato costruito su un arco temporale di 4 anni (2008/2012) e si basa su un insieme di ipotesi (cfr § 3.1.7) che includono anche delle assunzioni ipotetiche relative a eventi futuri ed azioni degli organi amministrativi che non certamente si verificheranno e che pertanto contengono una componente di rischio che a priori non è prevedibile ed eliminabile.

Dall'esame delle procedure impiegate il sottoscritto ritiene che il sistema di definizione dei dati previsionali:

- sia, nel contempo, evoluto ed affidabile,
- rispecchi la struttura societaria attuale senza considerare particolari attività incrementative derivanti da operazioni straordinarie,
- coerente e omogeneo con i dati consuntivi storici,
- prudentiale, non avendo inserito i tassi di crescita riscontrati negli esercizi precedenti .

Wau

Sulla base dell'esame delle ipotesi e degli elementi utilizzati nella formulazione del Piano, come descritti dagli organi amministrativi nelle note di corredo al Piano, e delle verifiche e dichiarazioni rese, non sono emersi fatti tali da ritenere, alla data odierna, che le suddette ipotesi ed elementi non forniscano una base ragionevole per la predisposizione del Piano assumendo il verificarsi delle assunzioni ipotetiche relative a eventi futuri e azioni degli organi amministrativi.

Va tuttavia evidenziato 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, gli scostamenti fra valori consuntivi e valori preventivati nel Piano potrebbero essere significativi. Ciò anche qualora gli eventi previsti nell'ambito delle assunzioni ipotetiche, descritte in sintesi nel § 3.1.7 e riportate nel Piano, si manifestassero.

Sulla scorta delle considerazioni anzi svolte il sottoscritto estimatore ritiene, pertanto, di potere esprimere, il proprio giudizio di affidabilità del Piano previsionale con riguardo alle finalità che esso riveste nell'ambito della presente relazione di stima.

Al fine della valutazione oggetto della presente relazione assumerà quale orizzonte temporale il periodo 2008/2010; ciò ai fini prudenziali, per limitare dunque l'alea del rischio sopra descritta e in quanto in linea con quanto previsto nell'Accordo Quadro del 15 maggio 2008 siglato da Mittel Spa e dal



Handwritten signature

Managment del Gruppo ECP, e più in particolare quanto qui di seguito riportato:

7.04 Impegno di collaborazione e stipulazione dei Rapporti Professionali. (a) Ciascuno dei signori Calcaterra, Silva, Sardi, Schiavo, Guarnieri, Brunelli e Stoffella (congiuntamente i “**Manager**”) si impegna a prestare la propria collaborazione con il Gruppo Mittel per un periodo di 3 (tre) anni dalla Data del Closing, secondo le linee guida indicate nell’Allegato 7.04.

(b) Mittel si impegna a costituire con ciascuno dei Manager, entro il 30 settembre 2008, un rapporto professionale a titolo di dipendente o consulente e/o amministratore, nel quale siano riflesse le linee guida di cui al predetto Allegato 7.04 (il suddetto rapporto professionale tra Mittel e ciascuno dei Manager sarà di seguito denominato il “**Rapporto Professionale**”).

12.02 Durata degli obblighi di non concorrenza per il Periodo Base di Non Concorrenza. (a) Newco sarà vincolata al pieno ed incondizionato rispetto degli obblighi di cui al precedente Paragrafo 12.01 (gli “**Impegni di Non Concorrenza**”) per un periodo di 5 (cinque) anni dalla data di sottoscrizione del presente Contratto. In connessione con tale obbligo i Venditori diversi da Newco si impegnano (nella loro qualità di soci di Newco) a fare sì che l’oggetto sociale della società non sia modificato, nel periodo quinquennale di cui sopra, rispetto a quanto indicato nell’Allegato 5.01.

(b) I Manager saranno vincolati al pieno ed incondizionato rispetto degli Impegni di Non Concorrenza per un periodo di 3 (tre) anni dalla data di sottoscrizione del presente Contratto (il “**Periodo Base di Non Concorrenza**”) (fatta salva la cessazione anticipata degli Impegni di Non Concorrenza ai sensi del successivo Paragrafo 12.03 o 12.04 o l’automatico rinnovo degli Impegni di Non Concorrenza alla scadenza del Periodo Base di Non Concorrenza ai sensi del successivo Paragrafo 12.05).

12.03 Ipotesi di “Change of Management”. Qualora, durante il Periodo Base di Non Concorrenza, si determini una modifica dei vertici manageriali del Gruppo Mittel (la “**Modifica Manageriale Rilevante**”), i Manager si impegnano a continuare ad osservare gli Impegni di Non Concorrenza per un periodo di 12 mesi dalla Modifica Manageriale

Rilevante, e successivamente a negoziare in buona fede con Mittel la stipulazione di nuovi obblighi di non concorrenza, in sostituzione di quelli vigenti che, in caso di mancato accordo, si intenderanno comunque cessati alla scadenza di 24 (ventiquattro) mesi dalla Modifica Manageriale Rilevante (restando inteso che in nessun caso gli Impegni di Non Concorrenza potranno avere durata superiore al Periodo Base di Non Concorrenza).

3.3 Elementi della partecipazione/azienda (oggetto di conferimento)

In considerazione della scarsa significatività degli elementi patrimoniali ai fini dell'individuazione del criterio di valutazione che verrà in seguito espresso, la scrivente si limita ad esprimere le riflessioni qui di seguito riportate.

3.3.1 Contratti in corso.

I contratti in corso del Gruppo ECP si riferiscono quasi esclusivamente a quelli stipulati da parte di ECPI ed ECP International per la fornitura di servizi di consulenza relativi alle attività IMA, mentre le altre società del Gruppo tendono a non avere contratti commerciali significativi in essere.

Le controparti di tali contratti (i clienti) tendono ad essere principalmente fondi comuni di investimento, banche d'affari, fondi di hedge funds o altre istituzioni finanziarie nazionali ed internazionali a cui ECPI ed ECP International offrono principalmente prodotti/servizi di consulenza finanziaria relativi a:

- calcolo di indici;
- strutturazione di prodotti strutturati e derivati (Investment baskets);
- selezione di hedge fund managers (M.A.R.S.);
- fornitura di ricerca ESG.

Tali contratti tendono ad avere una durata pluriennale compresa in media tra 10 e 15 anni oppure sono stipulati a tempo indeterminato con facoltà di recesso, da parte di ambo le parti, generalmente con un periodo di preavviso massimo di 180 giorni.

Il corrispettivo di tali contratti (fee), a seconda dei prodotti/servizi offerti, tende ad essere legato all'ammontare degli "AUM" (Asset Under Management) dei clienti sul cui ammontare tali prodotti/servizi vengono forniti, oppure è pari ad un importo fisso con pagamento, in media, trimestrale o annuale.

In taluni casi, nel momento in cui il cliente dovesse decidere di recedere dal contratto, il Gruppo ECP ha diritto di percepire il valore attuale netto della sommatoria dei compensi fissi già pattuiti sino alla scadenza del contratto.

Alla data di stesura della presente relazione, il Gruppo ECP con riferimento alle sole attività IMA risulta aver stipulato 77, contratti di cui 40 stipulati da ECPI e 37 stipulati da ECP International.

La maggior parte dei contratti di ECPI riguarda la fornitura di servizi relativi al calcolo di indici (32), mentre solo 7 riguardano la strutturazione di prodotti strutturati e derivati e solo 1 riguarda la selezioni di hedge fund managers (M.A.R.S.).

Invece ECP International ha stipulato 17 contratti per la fornitura di servizi relativi al calcolo di indici, 4 contratti per la selezione di hedge fund managers (M.A.R.S.) e 16 contratti per la fornitura di ricerca ESG.

Una tabella riassuntiva dei contratti in essere del Gruppo ECP relativi all'attività IMA, viene riportata di seguito:

Prodotto / Servizio Offerto	ECP No. di Contratti	ECP International No. di Contratti	Durata Media	Calcolo Corrispettivo Medio	Condizioni di Recesso	Tipo di Penale	Modalità di Pagamento	Tipo di Controparte
1. Indici	32	17	Indeterminata	0.05% - 0.01% degli AUM del cliente	180 giorni massimi	Nessuna	Ogni 90 giorni	Fondi comuni di investimento
2. Prodotti Strutturati e Derivati	7	nessuno	10 - 15 anni	Compenso fisso	90 giorni massimi	Valore attuale netto degli importi non pagati	1 volta all'anno	Banche di investimento
3. M.A.R.S.	1	4	Indeterminata	0.5% - 0.1% degli AUM del cliente	90 giorni massimi	Nessuna	Ogni 90 giorni	Hedge Funds
4. Ricerca ESG	nessuno	16	Indeterminata	Compenso fisso	90 giorni massimi	Nessuna	Ogni 90 giorni	Banche di investimento

Come già in precedenza sottolineato il Piano ha mantenuto un approccio prudentiale in relazione alle fees calcolate sull'ammontare degli "AUM" (Asset Under Management), proiettando i dati storici consolidati espressi nel bilancio chiuso al 31.12.2007.

In relazione alla clausola relativa alla facoltà di recesso anticipata che consente al cliente di interrompere il rapporto in qualsiasi momento (salvo in ogni caso i termini di preavviso disciplinati), si fa presente che tale recesso parrebbe destinato ad intervenire, in ogni caso, successivamente alla costruzione dell'indice e, dunque, in una fase nella quale la quota principale del corrispettivo dovrebbe risultare già maturata a favore del Gruppo ECP. Inoltre il Managuent del Gruppo ha rappresentato che l'uscita anticipata dal contratto costituirebbe



manu

addirittura un'opportunità per il Gruppo, precludendo, sovente, alla richiesta di nuovi servizi da parte del cliente, in sostituzione di quelli già erogati.

In relazione infine alle "clausole di manleva" e quindi dei fattori di rischio che ne derivano, gli obblighi di ECPI Srl e ECPI Lux di manlevare e tenere indenne il cliente da costi, perdite o danni che derivino da inadempimenti di ECPI e ECPI Lux, sono previsti solo a fronte di dolo o colpa grave.

3.3.2 Marchi

Il Gruppo ECP ha registrato i propri marchi, indici e metodologie di analisi su varie aree geografiche in Italia, Europa e resto del mondo per assicurarne la copertura e la protezione legale sia sugli attuali che sui potenziali mercati geografici in cui il Gruppo opera o intende operare nel prossimo futuro.

Una tabella riassuntiva dei marchi registrati dal Gruppo ECP viene riportata di seguito:

Marchio	Area Geografica	Data di Deposito	Data di Concessione	Data di Terminazione	Numero di Registrazione	Classi
1. E. Capital Partners	UE, Italia	23-dic-05	13-feb-07	23-dic-15	4824587	16,36,42
	Svizzera	23-mag-06	13-giu-06	13-giu-16	11364D/2006	16,36,42
2. ECPI - E. Capital Partners Indices	UE	12-lug-04	17-nov-05	12-lug-14	3930005	9,16,36
	Australia		24-mag-06		1174347	16,36,42
3. Ethical Index Euro	Italia	28-feb-01	30-mag-02	28-feb-10	868089	36
	Internazionale		30-mag-02		788384	
4. Ethical Index Global	Internazionale		10-giu-02		783918	
5. ECPI Climate Change Index	Lussemburgo	26-mar-08			1156064	35,36,41
6. ECPI Carbon Winners Index	Lussemburgo	26-mar-08			1156063	35,36,41
7. ECPI Top 10Eco Real Estate	Lussemburgo	26-mar-08			1156065	35,36,41
8. ECPI Global Alpha index	Lussemburgo	26-mar-08			1156062	35,36,41
9. M.A.R.S. Manager Alpha Risk Score	UE, Italia	18-dic-06	1-ott-07	18-dic-16	5562194	9,16,36

3.3.3 Contenzioso

Il management della società non è al corrente di nessun procedimento legale in corso di natura materiale relativo al Gruppo ECP.

Il Gruppo ECP è coinvolto in certi procedimenti legali incidentali alla normale condotta del business. (cfr Due diligence legale)

Il Management intervistato ritiene che nessuna passività potenziale, che possa insorgere a seguito di alcuno dei procedimenti legali in corso, possa individualmente od in aggregato provocare un impatto materiale sui conti del Gruppo ECP, sul suo patrimonio netto e sul suo risultato di esercizio. Tutti i procedimenti in corso sono considerati essere adeguatamente coperti dagli esistenti fondi rischi appostati in bilancio.

3.3.4 Personale dipendente

In considerazione dell'importanza che assume il valore degli *intangibles* nel criterio di valutazione che adottato, si ritiene di fornire anche alcune informazioni sul personale dipendente del Gruppo.

Il Gruppo ECP impiega 21 dipendenti e si avvale di 12 collaboratori.

Tutti i dipendenti sono coperti dal CCNL (Contratto Collettivo Nazionale di Lavoro) del Commercio, che è usuale per le società che svolgono un'attività simile a quello del Gruppo ECP. Il CCNL include delle clausole di contrattazione collettiva relative ad aspetti salariali, condizioni lavorative ed altri aspetti giuslavoristici. I dipendenti della Società non fanno parte di alcuna sigla sindacale.

Generalmente, il Gruppo detiene delle buone relazioni di lavoro con il proprio personale ed in passato vi sono state solo poche e non significative dispute di lavoro con i propri dipendenti e/o collaboratori.

Una tabella riassuntiva del personale dipendente dal Gruppo alla data di riferimento viene riportata di seguito:

No.	Dipendente	Qualifica	Società	Divisione	Data di Assunzione	Livello
1	Santini Andrea	Associate	E. Capital Partners	CFA	18-Oct-04	1°
2	Marongiu Tiziana	Associate	E. Capital Partners	CFA	1-Jan-04	QUADRO
3	Sorato Elisabetta	Analyst	E. Capital Partners	CFA	4-Dec-06	2°
4	Calculli Bernardo	Analyst	E. Capital Partners	CFA	27-Nov-06	2°
5	Conte Alessandro	Analyst	E. Capital Partners	CFA	16-Apr-07	2°
6	Perini Luca	Analyst	E. Capital Partners	CFA	2-Jul-07	2°
7	Calvani Claudio	Associate	E. Capital Partners	CFA	6-Jul-04	QUADRO
8	Tella Paolo	Associate	E. Capital Partners	CFA	1-Oct-04	1°
9	Borgonovo Marco	Analyst	E. Capital Partners	CFA	1-Jan-08	2°
10	Bellina Matteo	Analyst	E. Capital Partners	CFA	4-Mar-08	2°
11	Ruggiero Francesca	Senior analyst	ECPI S.r.l.	IMA	1-Aug-05	2°
12	Bossi Camilla	Senior analyst	ECPI S.r.l.	IMA	8-Jan-07	1°
13	Bonati Aldo	Senior Associate	ECPI S.r.l.	IMA	1-Feb-07	QUADRO
14	Wei Song	Senior analyst	ECPI S.r.l.	IMA	2-May-07	2°
15	Bucci Filippo	Analyst	ECPI S.r.l.	IMA	2-Jul-07	3°
16	Kirschenbaum Agnes	Senior analyst	ECPI S.r.l.	IMA	1-Feb-08	2°
17	Carà Anna	Segretaria Direzione	E. Capital Partners	STAFF	25-Nov-02	1°
18	Previate Roberta	Segretaria	E. Capital Partners	STAFF	5-Nov-01	2°
19	Forno Federica	Segretaria/Receptionist	E. Capital Partners	STAFF	20-Jun-06	2°
20	Recano Mario	Responsabile Amm.vo	E. Capital Partners	STAFF	1-Apr-05	1°
21	Riccardo Palma	Senior Associate	ECP International SA	IMA	n/a	n/a

Una tabella riassuntiva dei collaboratori dal Gruppo alla data di riferimento viene riportata di seguito:

No.	Collaboratore	Qualifica	Società	Divisione	Data di Assunzione	Livello
1	Motta Paola	assistente Resp. Amm.vo	E. Capital Partners	STAFF	1-Mar-06	Contr. Progetto
2	Alushaj Erjola	junior analyst	E. Capital Partners	CFA	22-May-08	Stage
3	Castiglioni Matteo	junior analyst	E. Capital Partners	CFA	25-Mar-08	Stage
4	Kanyamuhanda Hale	junior analyst	ECPI S.r.l.	IMA	3-Dec-07	Contr. Progetto
5	Colussi Tommaso	junior analyst	ECPI S.r.l.	IMA	2-Jul-07	Contr. Progetto
6	Fastellini Susanna	junior analyst	ECPI S.r.l.	IMA	2-Jul-07	Contr. Progetto
7	Dan Massimo	junior analyst	ECPI S.r.l.	IMA	4-Feb-08	Contr. Progetto
8	Vasquez Rua Fernando	junior analyst	ECPI S.r.l.	IMA	20-Feb-08	Stage
9	Recchia Cosimo	junior analyst	ECPI S.r.l.	IMA	5-Mar-08	Contr. Progetto
10	Spasova Liliya	junior analyst	ECPI S.r.l.	IMA	17-Mar-08	Contr. Progetto
11	Saliu Marco	junior analyst	ECPI S.r.l.	IMA	17-Mar-08	Contr. Progetto
12	Alexandre Ferrucci	Associate	E. Capital Partners	CFA	n/a	n/a

Handwritten signature

Per quanto attiene agli obblighi di collaborazione con il Managmet e convenuti nell'ambito dell'Accordo Quadro siglato con la conferitaria Mittel Spa, si rimanda al § 3.2.2

4. I METODI DI VALUTAZIONE E LA LORO SCELTA.

4.1. Premessa.

Come anticipato al § 1.2, presupposto fondamentale di ogni valutazione è la scelta preliminare della soluzione metodologica più appropriata in funzione dello scopo della valutazione e della realtà specifica del bene che ne è oggetto.

4.2. Fasi della valutazione.

Alla luce delle premesse di cui sopra, il sottoscritto estimatore ha seguito, nella valutazione richiesta, le seguenti fasi:

I fase: applicazione del o dei metodi di base, individuati avendo riguardo alle peculiarità del bene oggetto di valutazione (cioè, come si è detto, dell'azienda E.Capital Partners Spa) ed ai dati disponibili, avendo previamente verificato l'adeguatezza del grado di affidabilità degli stessi;

II fase: verifica con il metodo od i metodi di controllo, individuati scegliendo, tra i metodi alternativi, quelli che più di altri consentono di verificare l'attendibilità del risultato del o dei metodi di base, nell'ottica della prospettata operazione di conferimento.



usu

4.3. Breve disamina dei metodi valutativi.

In appresso si esaminano succintamente i principali metodi di valutazione al fine di individuarne la compatibilità con il caso di specie.

4.3.1. Il metodo patrimoniale semplice.

Il metodo patrimoniale semplice costituisce un passaggio valutativo imprescindibile da parte dell'esperto estimatore, essendo la fase comunque prodromica e talvolta essenziale di ogni valutazione. Esso consente la ripartizione del valore complessivo dell'azienda nelle sue singole componenti, intese come elementi dell'attivo e del passivo.

4.3.2. Il metodo patrimoniale complesso.

Il metodo patrimoniale complesso rappresenta una integrazione del metodo patrimoniale semplice, in quanto consente di attribuire un valore separato anche ai beni intangibili. Esso assume particolare significato in presenza di ingenti valori di beni immateriali, la cui stima possa essere effettuata autonomamente, attraverso moltiplicatori di mercato o processi simili, oppure in presenza della necessità di determinare, con riferimenti oggettivi, il concorso dei beni intangibili nella formazione del valore.

4.3.3. Il metodo reddituale.

Utilizzando il metodo reddituale puro, il valore di un'azienda è determinato unicamente in funzione dei redditi che, in base alle attese, essa sarà in grado di produrre.

WSEU

Tale metodo è indicato per aziende operanti "a regime", senza particolari problemi finanziari, cioè aziende che sfruttano adeguatamente la loro capacità produttiva. Eventuali beni estranei al processo produttivo debbono ovviamente essere separatamente valutati mediante metodi appropriati.

A seconda delle prospettive future e dei dati di cui si dispone, i metodi reddituali possono trovare applicazione secondo due modalità di calcolo differenti che sono sintetizzate come segue:

a) Sintetico: attualizzazione del reddito medio normale atteso. Tale processo corrisponde all'ipotesi di durata indefinita nel tempo del reddito atteso e si traduce in una formula valutativa che corrisponde al valore attuale di una rendita perpetua:

$$W = R/i$$

c) Analitico: attualizzazione dei redditi analiticamente previsti per un certo numero di anni completata dalla determinazione di un valore terminale stimato sulla base del reddito atteso al termine del periodo oggetto di previsione analitica. Si tratta, in sostanza, di un criterio di stima composito rispetto a quello in precedenza indicato. La formula per il calcolo del valore è la seguente:

$$W = \sum_1^n R_i \times v^i + V_t \times v^n$$

4.3.4. Il metodo misto con stima autonoma dell'avviamento.

Sono misti quei metodi che esplicitano in un'unica formula logica di valutazione di tipo patrimoniale e di tipo reddituale. Sono i metodi maggiormente utilizzati nell'Europa continentale e anche in Italia. Fino agli

anni Ottanta, sono stati raccomandati dall'Unione Europea degli esperti economici e Finanziari (UEC), successivamente tale organismo ha preferito metodi finanziari e reddituali anche in considerazione del mutare della struttura delle aziende che hanno dislocato le unità produttive in società all'estero (Est Europeo e Asia).

Il metodo in questione si fonda sul presupposto che il reddito prospettico comprenda una quota di sovrareddito (o sottoreddito) destinata a venire meno nel tempo.

4.3.5. Il metodo misto con valutazione controllata delle immobilizzazioni.

Tale metodo è particolarmente indicato per la valutazione di aziende in difficoltà o appartenenti a settori in crisi per le quali il rinnovo degli impianti non è conveniente. In queste condizioni, l'investitore si pone, infatti, quale limite temporale di sfruttamento, quello della vita utile degli impianti, inteso come il momento a partire dal quale gli stessi - non presentando più alcuna utilità - perdono ogni significativo valore. Si tratta di un metodo compatibile solo con le realtà aziendali che non sono in grado di ripristinare un'adeguata redditività.

4.3.6. Il metodo misto EVA.

Tale metodo (EVA - *Economic Value Added*) nasce come criterio di determinazione delle *performance* aziendali e conseguentemente è applicato anche come criterio di valutazione. Viene utilizzato per quantificare l'entità del

valore che l'azienda crea per gli azionisti. Esso misura il sovrareddito che l'impresa produce nello svolgimento dell'attività operativa al netto della congrua remunerazione del capitale di debito e di quello di rischio. Si tratta di un metodo particolarmente indicato per valutare le aziende che presentano tassi di crescita assai sostenuti.

4.3.7. Il metodo Discounted Cash Flow.

Il metodo che, più di ogni altro, è in grado di attribuire un valore a qualsiasi iniziativa indipendentemente dalle sue caratteristiche è quello finanziario. E', infatti, indubbio che il valore effettivo di una impresa (in qualsiasi settore essa operi) corrisponde sempre ai flussi di cassa che questa genererà in futuro per i suoi azionisti e lo strumento di misurazione è costituito dalla attualizzazione di tali flussi di cassa (con terminologia anglosassone il *Discounted Cash Flow* o DCF).

Se questo è innegabile, è altrettanto vero che l'affidabilità delle stime circa la misura ed il tempo in cui le risorse finanziarie si genereranno e si libereranno deve nella pratica fare i conti con la difficoltà di previsione dei flussi finanziari. Il che restringe significativamente l'ambito di applicazione quale metodo di base ai soli casi in cui la previsione dei flussi finanziari presenti una sufficiente affidabilità.

La formula che esprime il valore risultante dal *Discounted Cash Flow* è la seguente:

$$W = f(\text{flussi})$$

ove:

W = valore della azienda

flussi = valore, puntuale o medio, dei flussi attesi di cassa o di reddito



musu

Il momento di maggiore criticità è costituito dalla difficoltà propria della determinazione dei flussi attesi in un arco temporale necessariamente ampio; al punto che l'affidabilità del modello è strettamente correlata al grado di obiettività e di coerenza nella stima degli elementi utilizzati per la costruzione dei flussi.

4.3.8. I metodi dei multipli.

Nella valutazione delle realtà aziendali è anche frequente il ricorso ai moltiplicatori e cioè al rapporto tra la capitalizzazione borsistica di analoghe società concorrenti e parametri diversi, quali, a seconda dei casi, l'utile netto, l'EBIT, l'EBITDA, il fatturato, ecc.

La ragione del ricorso a tali metodi poggia su processi comparativi dell'azienda con i valori riconosciuti dal mercato per realtà affini. Il suo momento critico risiede nella elevata volatilità dei risultati che ne derivano, conseguenza dell'ampio *range* di oscillazione dei corsi di borsa, e tale volatilità mal si concilia con la sopra rilevata esigenza di stabilità propria della valutazione in oggetto. Il che peraltro consente l'impiego di tale metodo quale metodo di controllo.

4.3.9. Considerazioni in ordine alla applicabilità dei metodi sintetici nelle valutazioni di azienda di cui all'art. 2343 cod. civ.

I metodi sintetici (quali, ad esempio, il metodo reddituale, il metodo DCF) e quelli empirici (i metodi dei multipli) si differenziano dai metodi analitici, in quanto tendono a determinare il valore del bene azienda attribuendo allo

stesso un valore unitario, prescindendo da quello dei singoli elementi che lo compongono, permettendo nel contempo anche di dare fondamento economico ai beni immateriali facenti parte dell'azienda.

Nel caso di specie inoltre, trattandosi di un gruppo di società operanti nel mercato finanziario, la valutazione del bene azienda ai fini del suo conferimento dovrà essere unitaria, pur tenendo conto delle differenti aree di business (IMA, CFA, PE, Real Estate) i cui valori devono essere visti in funzione della loro capacità di produrre reddito.

4.4. La scelta del metodo di valutazione nel caso di specie.

4.4.1. La scelta del metodo di base.

Alla luce delle considerazioni sopra svolte e:

- della tipologia dell'attività oggetto di valutazione,
- della scarsa rilevanza degli elementi patrimoniali, che non rappresentano un *driver* di valore per la società,
- della costruzione di previsioni attendibili sui flussi reddituali futuri attesi, che consentono di essere assunti quale significativa proxy anche dei flussi finanziari,
- del conferimento di elementi immateriali quali contratti, know-how, forza lavoro, joint-venture,

si ritiene opportuno il ricorso, quale metodo di base, al metodo reddituale:

- nella versione sintetica a livello consolidato

- nella sua versione analitica – sia a livello di consolidato che a livello di "sum of the parts" -

Tale metodo inoltre:

- consente di esaminare la società in un'ottica dinamica, considerandola un'entità vivente, il cui funzionamento è strettamente connesso al reddito atteso;
- consente di misurare la performance aziendale, poiché in tale metodo il reddito ne è considerato un importante indicatore ;
- presenta il requisito della universalità di applicazione;
- subordinatamente alla verifica della affidabilità dei dati previsionali, in ordine alla quale si rinvia a quanto anzi rappresentato, consente di esprimere il valore implicito del know how e dell'avviamento;
- non di meno, tale metodo è imprescindibile ai fini della valutazione di realtà, quale quella oggetto di conferimento, caratterizzate dall'assenza di beni materiali significativi e da una grande rilevanza anche di elementi intangibili di difficile valutazione analitica, quali i know how e il valore attribuibile al fattore "umano" e quindi apportato dal management e dal personale dipendente del Gruppo.

4.4.2. La scelta dei metodi di controllo.

Nella fase di controllo della valutazione risultante dall'applicazione del metodo principale, il sottoscritto estimatore ha ritenuto opportuno verificare il

Wduu

risultato del metodo di base anche attraverso un metodo puramente finanziario, rappresentato dal Discounted Cash Flow.

Tale metodo, più di ogni altro, è in grado di attribuire un valore a qualsiasi iniziativa indipendentemente dalle sue caratteristiche. E', infatti, indubbio che il valore effettivo di una impresa (in qualsiasi settore essa operi) corrisponde sempre ai flussi di cassa che questa genererà in futuro per i suoi azionisti e lo strumento di misurazione è costituito dalla attualizzazione di tali flussi di cassa (con terminologia anglosassone il *Discounted Cash Flow* o DCF).

Se questo è innegabile, è altrettanto vero che l'affidabilità delle stime circa la misura ed il tempo in cui le risorse finanziarie si genereranno e si libereranno deve nella pratica fare i conti con la difficoltà di previsione dei flussi finanziari. Il che restringe significativamente l'ambito di applicazione quale metodo di base ai soli casi in cui la previsione dei flussi finanziari presenti una sufficiente affidabilità.

Per queste ragioni e per quanto in precedenza espresso in relazione al Piano elaborato dal Management, si ritiene di limitare l'orizzonte temporale di questa metodologia, conformemente a quanto fatto anche nell'applicazione della metodologia di base prescelta, ai soli primi tre anni del Piano previsionale elaborato (2008/2010).

* * *



msu

5. APPLICAZIONE DEL METODO DI BASE.

5.1. Valutazione di E. Capital Partners Spa con il metodo reddituale

Criteri Reddittuale sintetico

Con tale metodo il valore dell'azienda è determinato attualizzando il reddito medio normale atteso. Tale processo corrisponde all'ipotesi di durata indefinita nel tempo del reddito atteso e si traduce in una formula valutativa che corrisponde al valore attuale di una rendita perpetua:

$$W = R/i$$

Dove:

R = reddito operativo normalizzato atteso

i = tasso di attualizzazione, pari a K_e reale

Criteri Reddittuale analitico

Con tale metodo il valore dell'azienda è determinato dall'attualizzazione dei redditi analiticamente previsti per un certo numero di anni alla quale va sommato un valore terminale dell'azienda stimato sulla base del reddito atteso al termine del periodo oggetto di previsione analitica. Si tratta, in sostanza, di un criterio di stima composito rispetto a quello in precedenza indicato. La formula per il calcolo del valore è la seguente:

$$W = \sum_t^n R_t \times v^t + V_t \times v^t$$

In entrambe le ipotesi si deve procedere alla definizione dei seguenti elementi.

5.1.1. La stima di R.

R è pari al reddito consolidato (o per divisione) stimato nel Piano previsionale elaborato dal Management per il periodo 2008 - 2010 e normalizzato tenendo presente le seguenti assunzioni: (vedi tabelle allegate)

- i) il Bonus dei Partners è stato assunto pari al 25% dell'EBITDA;
- ii) ai fini del calcolo della tassazione IRAP, il bonus è stato ripreso nella base imponibile per il 40%, avendo avuto riscontro dal Management che il rimanente 60% viene fatturato dai Partners e quindi deducibile ai fini dell'imposta;
- iii) il periodo di ammortamento relativo all'avviamento iscritto nel bilancio di E.C.P.I. Srl è stato ridotto prudenzialmente a 10 anni anziché 18, come indicato nei bilanci della società al 31.12.2006 e 31.12.2007 e riportato nel Piano Previsionale. Tale Goodwill, lo precisiamo per completezza, è stato iscritto a seguito dell'operazione di conferimento del ramo d'azienda denominato *Asset Management Advisory* realizzata nel corso del mese di gennaio 2006. (cfr bilancio ECPI Srl 2006 e 2007)
- iv) ancora e sempre ai fini prudenziali, non essendo stata fornita documentazione in merito alla tassazione di ECP Lux, l'IRES è stata calcolata sull'intero EBT prodotto (a livello consolidato e di divisione) al netto dei *bonus* che verranno corrisposti ai Partenrs. Non si è dunque tenuto conto del beneficio fiscale che i redditi prodotti in Lussemburgo potranno generare.
- v) nel calcolo dei redditi normalizzati consolidati, è stata assunta il valore della partecipazione in Castello SGR pari al 20%;

5.1.2. La stima di i .

Il tasso di attualizzazione è sicuramente l'elemento di più difficile determinazione per i diversi significati di cui è sintesi.

$$i = K_e \text{ reale}$$

unser

$$\left\{ \left\{ \frac{1 + [r_f + \beta \times (r_m - r_f)]}{(1 + \pi)} \right\} - 1 \right\}$$

Dove:

r_f = rendimento di investimenti privi di rischio;

r_m = rendimento atteso dell'indice di mercato azionario

β = coefficiente di volatilità

π = tasso di inflazione;

Nel caso di specie i valori assunti sono riportati nella tabella che segue:

Rf	4,90%
β	1
P	5,70%
π	2,7%
Ke1	7,69%
LoM	20%
Ke	9,23%

A Ke 1 inoltre è stato aggiunto un premio addizionale per il rischio che si è assunto pari al 20% (Lom).

Remunerazione investimenti privi di rischio

Il saggio normale di remunerazione degli investimenti senza rischio, o comunque caratterizzati da rischio così basso da poter essere considerato sostanzialmente nullo, è rappresentato, per prassi comunemente accettata, dal tasso dei titoli di Stato: nel nostro caso, in considerazione dell'orizzonte temporale assunto (3 anni) è stata presa la media semplice dei rendimenti dei BTP al 2010 rilevati dal Sole24 ore del 10.06.2008 e pari al 4,9%

Tasso inflazione

Il tasso d'inflazione registrato dall'Istat nel mese di maggio 2008 è pari al 3,6%.

Si tratta di un dato particolarmente anomalo, dato che è il livello più alto raggiunto dall'agosto del 1996, legato anche alle fluttuazioni dei carburanti, dei rincari delle tariffe energetiche e di altri significativi capitoli di spesa.

In considerazione di ciò, degli obiettivi dettati dalla BCE che indicano il tasso d'inflazione nel medio termine al 2%, ipotizzando un periodo di medio termine allineato all'orizzonte temporale preso in esame nella presente relazione e quindi di 3 anni, si stima un CAGR del 25% all'anno.

Quindi ragionevolmente può essere assunto il valore medio, che si attesta intorno al 2,7% .

Premio per il rischio

Il premio per il rischio di mercato è stato assunto pari al 5,7% in accordo con quanto calcolato nella pubblicazione di Banca di Italia che ha calcolato il premio per il rischio nel mercato italiano come media aritmetica delle azioni rispetto ai titoli di stato dal 1861 al 1994.

Coefficiente beta (β)

Il rischio specifico β è come detto, correlato alla singola impresa e consiste nella misurazione della sensibilità del corso dei titoli ai movimenti del mercato.

Il portafoglio costituito da tutte le azioni del mercato presenta un β pari ad 1; i titoli con β maggiore di 1 tendono ad amplificare i movimenti globali del mercato, presentando dunque livelli di rischio più elevati; al contrario valori di



UNOM

β compresi tra 0 ed 1 sono associati a titoli che tendono a smorzare i movimenti del mercato e sono quindi meno rischiosi.

Al fine di individuare un valore il più possibile rappresentativo del coefficiente di rischio sistematico dell'entità oggetto di valutazione, la scrivente dovrebbe selezionare un campione di aziende simili a quella in esame quotate in mercati regolamentati italiani.

Tale ricerca non è risultata possibile a causa dell'assenza di imprese immediatamente comparabili. Sarebbe dunque necessario ricorrere alla scomposizione dei coefficienti *beta* riferibili a società quotate multibusiness o giungere alla costruzione di tale fattore determinando il peso di ciascuna area di business del Gruppo ECP per applicarlo al coefficiente *beta* individuato per società quotate appartenenti al medesimo settore.

La ricerca effettuata nel mercato domestico/comunitario, ha portato all'individuazione solo di società attive nel CFA, con un *beta mediano prossimo a 1*, mentre le uniche società comparabili per la divisione IMA operano negli Stati Uniti con un *beta mediano poco superiore a 1*.

La scrivente ritiene che la comparazione con società operanti negli Stati Uniti non sia sostenibile, stante la profonda diversità del mercato di riferimento che risente delle differenti regolamentazioni che lo disciplinano.

Pertanto si assume un coefficiente di volatilità pari a 1.

5.1.3. Orizzonte temporale

Al fine della valutazione oggetto della presente relazione assumerà quale orizzonte temporale il periodo 2008 - 2010 per tutte le motivazioni svolte nel § 3.2.2

5.2. Sintesi della valutazione con il metodo di base.

Dall'applicazione del metodo di base ne deriva che i valori del 100% di E. Capital Partners Spa sono così riepilogabili a seconda che si assuma il criterio sintetico o analitico: (Tab. 1 e 2)

	CRITERIO		Ke = 9,23
Consolidato	Reddituale sintetico		54.306,73
	Reddituale analitico		54.137,94
Analitico	IMA Reddituale analitico	44.605,20	56.334,20
	CF Reddituale analitico	9.854,65	
	Castello reddituale analitico	1.874,35	
valori in migliaia			

* * *

Unsu

6. APPLICAZIONE DEL METODO DI CONTROLLO.

Discount Cash Flow

La formula che esprime il valore risultante dal *Discounted Cash Flow* è la seguente:

$$W = f(\text{flussi})$$

dove:

W = valore della azienda

flussi = valore, puntuale o medio, dei flussi attesi di cassa o di reddito

➤ Dati i flussi di cassa consolidati così espressi nel Budget per il medesimo periodo preso in considerazione per il metodo base e qui di seguito riportati,

EUR /000	2008F	2009F	2010F
EBITDA	8.218	10.835	12.521
<i>EBITDA Cash Conversion %</i>	<i>100,0%</i>	<i>100,0%</i>	<i>100,0%</i>
Taxation	(1.907)	(2.503)	(2.946)
Δ Net Working Capital	140	62	18
Δ Provisions	0	0	0
Operating Cash Flow	6.451	8.395	9.593
<i>EBITDA Cash Conversion %</i>	<i>78,5%</i>	<i>77,5%</i>	<i>76,6%</i>
Capital Expenditures	(250)	(750)	(250)
Investments	(350)	(850)	0
Free Cash Flow	5.851	6.795	9.343
<i>EBITDA Cash Conversion %</i>	<i>71,2%</i>	<i>62,7%</i>	<i>74,6%</i>
Net Interests	77	106	182
Net Extraordinary Items	0	0	0
Partners Bonus	(2.188)	(2.885)	(3.334)
New Equity Partner Privileged Return	0	0	0
Goodwill	0	0	0
Δ Shareholders' Funds	0	0	0
Net Cash Flow	3.740	4.015	6.192

curry

➤ Assunti il medesimo tasso di attualizzazione per l'attualizzazione dei flussi,
descritto nel paragrafo precedente (9.23%)

Il valore della di E. Capital Partners Spa è pari a euro 51.233,95 (valori in migliaia)

	2008 1	2009 2	2010 3	TV
Flussi	3.780,49	4.044,15	6.416,68	4.747,11
Flussi attualizzati	3.461,02	3.389,51	4.923,51	51.426,98
			11.774,04	39.459,91
			VALORE	51.233,95

Valori in migliaia

* * *



Cusani

7. CONCLUSIONI

Il sottoscritto estimatore, in base ai metodi di valutazione ai quali si è ispirato nell'espletamento del presente incarico ed alle osservazioni sopra svolte,

determina

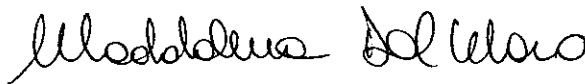
Alla luce delle considerazioni esposte nella presente relazione, il valore stimato dell'intera partecipazione in E. Capital Partners Spa, oggetto di conferimento per il 50,001%, risulta compreso tra un minimo di euro 51.233.950,00 (Caso conservativo) ed un massimo di euro 56.334.200,00 di euro (Caso base).

Ad evidenza, il valore della Partecipazione – composto da capitale e sovrapprezzo - che sarà assegnata alla Conferitaria a fronte del conferimento, pari a euro 25.000.002,75, è inferiore al limite minimo del range stimato a seguito del processo valutativo condotto.

Ciò considerato, lo scrivente attesta, ai sensi e per gli effetti dell'art. 2343 del codice civile, che il valore della partecipazione in E. Capital Partners Spa (pari al 50,001% del capitale sociale della Società) destinato ad essere conferito in Mittel Spa da parte di E.C. Investimenti Srl è almeno pari al valore dell'aumento di capitale al servizio del conferimento in via di esecuzione da parte di Mittel Spa fissato in 25.000.002,75 di euro, comprensivo di sovrapprezzo, come da delibera consiliare assunta il 15 Maggio 2008.

Milano, 12 giugno 2008

Maddalena Dal Moro



La presente relazione di stima si compone di n. 70 fogli, numerati da pag. 1 a pag. 70, oltre a n. 6 Tabelle e n. 1 allegato.



TRIBUNALE ORDINARIO DI MILANO

VERBALE DI GIURAMENTO PERIZIA STRAGIUDIZIALE

L'ANNO 2008 E QUESTO GIORNO 13 GIUGNO 2008 NELLA CANCELLERIA DELL'INTESTATO UFFICIO AVANTI AL SOTTOSCRITTO CANCELLIERE E' PERSONALMENTE COMPARSA LA SIGNORA MADDALENA DAL MORO NATA A PORTOGRUARO - VE - IL GIORNO 08 DICEMBRE 1967 E RESIDENTE A MILANO VIA QUADRONNO 16 IDENTIFICATA CON DOCUMENTO CARTA D'IDENTITA' N. AN9911723 RILASCIATO DAL COMUNE DI MILANO IL 18 GIUGNO 2007 LA QUALE ESIBISCE LA RELAZIONE CHE PRECEDE DA LEI EFFETTUATA IN DATA 12 GIUGNO 2008 E CHIEDE DI POTERLA GIURARE.

AMMONITA AI SENSI DI LEGGE (1) LA COMPARENTE PRESTA IL GIURAMENTO RIPETENDO LE PAROLE " GIURO DI AVER BENE E FEDELMENTE PROCEDUTO ALLE OPERAZIONI E DI NON AVER ALTRO SCOPO DI QUELLO DI FAR CONOSCERE LA VERITA' ".

LETTO CONFERMATO SOTTOSCRITTO.

Maddalena Del Moro



IL CANCELLIERE C1
Arcangelo Carozza

13.06.2008 025234

(1)ART. 483 C.P. " FALSITA' IDEOLOGICA COMMESSA DAL PRIVATO IN ATTO PUBBLICO "

N.B. L'UFFICIO NON ASSUME ALCUNA RESPONSABILITA' PER QUANTO RIGUARDA IL CONTENUTO DELLA PERIZIA ASSEVERETA CON IL GIURAMENTO DI CUI SOPRA

TABELLA 2

METODO REDDITUALE - SOMMA DELLE PARTI				
	1	2	3	
IMA				
REDDITO NORMALIZZATO	3.340,43	4.278,14	4.762,97	4.127,18
REDDITO NOR. ATTUALIZ.	3.058,14	3.585,63	3.654,62	44.711,10
VALORE ANALITICO				
				4,90%
				1
				5,70%
				2,70%
				7,69%
				20%
				9,23%
CF				
REDDITO NORMALIZZATO	630,37	894,54	1.216,07	913,66
REDDITO NOR. ATTUALIZ.	577,10	749,74	933,09	9.897,99
VALORE ANALITICO				
				0,00%
				0,00%
				0,00%
CASTELLO				
REDDITO NORMALIZZATO	403,17	546,55	1.671,27	44.605,20
REDDITO NOR. PARTEC.	80,63	109,31	334,25	174,73
REDDITO NOR. ATTUALIZ.	73,82	91,61	256,47	1.892,93
VALORE ANALITICO				
				1,874,35
				56.334,20

Consolidated Income Statement

Tabella 3

EUR /000	2008F	2009F	2010F
Investment Management Advisory	11.676	13.095	14.152
Corporate Finance Advisory	4.668	5.766	6.602
Castello SGR	81	109	334
Private Equity	0	650	1.300
Revenues	16.424	19.621	22.388
<i>Growth %</i>	<i>37,6%</i>	<i>19,5%</i>	<i>14,1%</i>
IMA "Recurring" Revenues	10.274	7.515	4.857
Total "Recurring" Revenues	11.201	8.673	6.167
Professionals	1.168	1.560	1.807
Partners	1.469	1.621	1.784
Dther Direct Costs (Travels, Mktg, Events, etc.)	3.615	3.085	3.133
Overheads	1.191	1.501	1.791
Operating Costs	7.442	7.767	8.516
<i>Margin %</i>	<i>45,3%</i>	<i>39,6%</i>	<i>38,0%</i>
EBITDAB	8.982	11.853	13.873
<i>Margin %</i>	<i>54,7%</i>	<i>60,4%</i>	<i>62,0%</i>
Staff Bonus	51	71	85
<i>Margin %</i>	<i>0,3%</i>	<i>0,4%</i>	<i>0,4%</i>
Professionals Bonus	674	918	1.042
EBITDA	8.258	10.864	12.746
<i>Margin %</i>	<i>50,3%</i>	<i>55,4%</i>	<i>56,9%</i>
Amortizations & Depreciations	296	446	399
Allowances for Bad Debts	33	39	44
Other Allowances	49	59	66
EBIT	7.880	10.320	12.236
Net Interests	(77)	(106)	(182)
Net Extraordinary Items	0	0	0
New Equity Partner Privileged Return	0	0	0
EBT	7.957	10.425	12.418
Partners Bonus	2.188	2.885	3.334
Taxation	1.907	2.503	2.946
Net Profit	3.862	5.038	6.139

msl

Investment Management Advisory Income Statement

Tabella 4

EUR /000	2008F	2009F	2010F
Indexes	972	1.002	1.032
Investment Baskets	939	1.059	1.179
M.A.R.S.	1.892	2.234	2.575
Special Deals/ Up-front Fees	7.471	7.371	7.171
Growth %	35,6%	3,5%	2,5%
"Recurring" Revenues	10.274	7.515	4.857
Alternative Investments JV	313	1.250	1.875
"Bias Specific" Traditional Investing	40	80	120
Ethlx	50	100	200
Growth %		255,3%	53,5%
Revenues	11.676	13.095	14.152
Growth %	40,5%	12,2%	8,1%
ECPI®	1.699	15% 2.539	2.779
ECP INTL.	9.978	85% 10.557	11.373
Professionals	490	589	640
Partners	595	626	657
Other Direct Costs (Resesarch, Travels, Mktg,etc.)	3.127	2.492	2.456
Overheads	671	737	785
Operating Costs	4.883	4.444	4.539
Margin %	41,8%	33,9%	32,1%
EBITDAB	6.794	8.651	9.613
Margin %	58,2%	66,1%	67,9%
Staff Bonus (including IT / CRM)	32	38	41
Professionals Bonus	132	160	174
EBITDA	6.630	8.453	9.399
Margin %	56,8%	64,5%	66,4%
Amortizations & Depreciations	79	79	79
50% Allowances for Bad Debts	16	20	22
50% Other Allowances	25	29	33
25% Partners Bonus	1.657	2.113	2.350
EBIT	4.852	6.212	6.915
Margin %			
Net Interests	-	-	-
Net Extraordinary Items	-	-	-
EBT	4.852	6.212	6.915
Margin %			
Taxation	1.512	1.934	2.152
27,5% IRES	1.334	1.708	1.902
3,9% IRAP	178	225	250
reddito normalizzato	3.340	4.278	4.763

revisi

Corporate Finance Income Statement

Tabella 5

EUR /000	2008F	2009F	2010F
M&A Advisory	1.420	1.540	1.660
Real Estate Advisory	1.808	2.011	2.272
Grant Advisory	1.290	1.590	1.745
Revenues	4.518	5.141	5.677
Growth %	24,5%	13,8%	10,4%
"Recurring" Revenues	927	1.158	1.310
Primary Markets Advisory (IPO, Debt)	90	245	335
Private Placement (M.A.C., VC)	60	180	390
Restructuring	0	200	200
Net Revenues	3.591	3.878	4.172
Growth %		316,7%	48,0%
Revenues	4.668	5.766	6.602
Growth %	28,7%	23,5%	14,5%
Professionals	678	875	963
Partners	874	917	961
Other Direct Costs (Travels, Mktg, Events, etc.)	488	567	625
Overheads	520	566	593
Operating Costs	2.559	2.926	3.142
Margin %	54,8%	50,7%	47,6%
EBITDAB	2.108	2.840	3.461
Margin %	45,2%	49,3%	52,4%
Staff Bonus	18	23	24
Professionals Bonus	542	730	807
EBITDA	1.547	2.087	2.630
Margin %	33,2%	36,2%	39,8%
Amortizations & Depreciations	217	237	190
50% Allowances for Bad Debts	16	20	22
50% Other Allowances	25	29	33
20% Partners Bonus	309	417	526
EBIT	980	1.383	1.858
Net Interests	-	-	-
Net Extraordinary Items	-	-	-
EBT	980	1.383	1.858
Taxation	349	489	642
27,5% IRES	269	380	511
3,9% IRAP	80	108	131
reddito normalizzato	630	895	1.216

swall

Castello SGR Income Statement

Tabella 6

EUR /000	2008F	2009F	2010F
Clesio Fund	1.238	2.100	3.225
Cosimo Fund	319	450	563
Existing Business			
Growth %	57,3%	63,8%	48,5%
Lease Back Fund	700	780	1.014
New Funds	616	960	1.553
New Business Development			
Growth %		32,3%	47,5%
Fees	2.872	4.290	6.355
Growth %	190,2%	49,4%	48,1%
Professionals	260	481	514
Partners	219	230	242
Other Direct Costs (Governance, Fees, etc.)	652	1.179	1.445
Overheads	1.025	1.286	1.377
Operating Costs	2.155	3.176	3.577
Margin %	75,0%	74,0%	56,3%
EBITDAB	717	1.114	2.778
Margin %	25,0%	26,0%	43,7%
Staff Bonus	90	97	106
Professionals Bonus	77	144	154
EBITDA	550	873	2.518
Amortizations & Depreciations	10	15	20
Allowances for Bad Debts	-	-	-
Other Allowances	-	-	-
EBIT	540	858	2.498
Margin %	18,8%	20,0%	39,3%
Net interests	(39)	(41)	(51)
Net Extraordinary Items	-	-	-
EBT	579	900	2.549
Margin %	20,2%	21,0%	40,1%
Partners Bonus	-	-	-
Margin %	0,0%	0,0%	0,0%
Taxation	176	353	877
reddito normalizzato	403	547	1.671

lusu

ORIGINALE

N. 5066 VOLONTARIA
ANNO 2008

Al Presidente del Tribunale di Milano

Istanza di designazione ai sensi degli articoli 2343 e 2440 codice civile

Il sottoscritto Francesco Silva, nato a Lecco il 30 settembre 1964, in qualità di legale rappresentante di E.C.Investimenti S.r.l., con sede in Milano, via Crocefisso n. 8, iscritta al Registro delle Imprese di Milano al numero 05067190966 (la "Conferente")

premesso che

- in data 15 maggio 2008 la Conferente - congiuntamente agli altri attuali azionisti di E.Capital Partners S.p.A., con sede in Milano, Piazza Filippo Meda n. 3, capitale sociale di Euro 1.591.540, iscritta presso il Registro delle Imprese di Milano al n. 13063820156 ("E.Capital") - ha sottoscritto con la società Mittel S.p.A. (società le cui azioni sono quotate sul Mercato Telematico Azionario organizzato e gestito da Borsa Italiana S.p.A.), con sede in Milano, piazza Diaz n. 7, iscritta al Registro delle Imprese di Milano al numero 00742640154 ("Mittel") un accordo in forza del quale, tra l'altro, la Conferente si è impegnata a (i) rendersi titolare di e (ii) successivamente conferire in Mittel n. 79.579 azioni, costituenti il 50% circa del capitale di E.Capital, in sede di sottoscrizione e liberazione di un aumento di capitale di Mittel all'uopo deliberato;
- E. Capital Partners S.p.A è una società operante nell'ambito della prestazione di servizi di consulenza in campo finanziario ("Advisory")

inoltra istanza

alla Signoria Vostra Illustrissima perchè designi, ai sensi degli articoli 2343 e 2440 del codice civile, l'esperto che predisponga la relazione di stima delle azioni oggetto di conferimento opra illustrato.

Per completezza informativa, si provvede a depositare copia dei seguenti documenti:

Depositato in Cancelleria
oggi 22/5/08
IL CANCELLIERE
Dott.ssa Alba Paroncelli

- A) Visura camerale storica della società E.Capital Partners S.p.A.;
- B) Statuto sociale vigente della società E.Capital Partners S.p.A.;
- C) Bilanci degli ultimi due esercizi della società E.Capital Partners S.p.A.;
- D) Delibera del Consiglio di Amministrazione della Conferente di approvazione dell'operazione di conferimento,
- E) Presentazione commerciale delle attività e dei servizi della E. Capital Partners S.p.A
- F) Comunicato Stampa emesso da Mittel S.p.A in data 15 maggio 2008

Con osservanza.

Milano, 22 maggio 2008

Dott. Francesco Silva

(Presidente)

E.C. Investimenti S.r.l

Francesco Silva

TRIB. MILANO VIII CIV.

V° si designa per la
trattazione

dott. de Mero

Milano 26 MAG. 2008

Il Presidente

V° si nomina la dr. Maddalena Dal Moro,
Via Bipli, 2 tel. 3356052181

MW

26 MAG. 2008

Depositato in Cancelleria

24/5/08

IL CANCELLIERE
Dott.ssa Anna Parzani

[Signature]

MITTEL S.P.A. - AZIONISTI PRESENTI ALL'ASSEMBLEA STRAORDINARIA DEL 29 LUGLIO 2008

III Presidente

(Prof. Avv. Giovanni Bazoli)

Il Segretario

(Prof. Avv. Carlo Marchetti)

MITTEL S.P.A. – GIORNALISTI E ANALISTI PRESENTI ALL'ASSEMBLEA STRAORDINARIA DEL 29 LUGLIO 2008

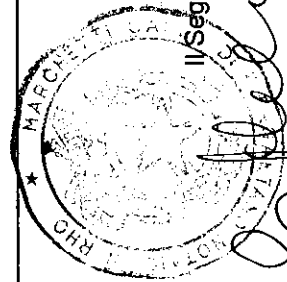
<u>Sergio Oliviero – IMAGO ECONOMICA</u>	-	
<u>Dr. Vitale Lorenzo - Analista</u>	-	
<u>Andrea Montanari – MILANO FINANZA</u>	-	
<u>Paolo Alqisi - ANSA</u>	-	
<u>Cecilia Morello – MF DJ</u>	-	
<u>Andrea Fontana – RADIOCOR SOLE 24 ORE</u>	-	
<u>Marco Barboni – ADN CRONOS</u>	-	
<u>Alessandro Graziani – SOLE 24 ORE</u>	-	
	-	
	-	
	-	
	-	
	-	

Il Presidente



(Prof. Aw. Giovanni Bazoli)

Il Segretario



(Prof. Carlo Marchetti)

ALLEGATO " C " AL N. 4425/2295 DI REP.

MITTEL S.p.A.

STATUTO

Oggetto, Sede, Capitale e Durata della Società

Art. 1

La Società costituita a Milano con atto 8 giugno 1885 a rogito del Notaio Antonio Lazzati, già denominata "Società Italiana per le Strade Ferrate del Mediterraneo" e successivamente "Mittel Società Industriale Mediterranea S.p.A." o, in forma abbreviata, "Mittel S.p.A." assume la denominazione di "MITTEL S.p.A.".

Essa ha per oggetto:

- a) l'assunzione di partecipazioni ed interessenze, sotto qualsiasi forma, in società, enti, consorzi, compresi quelli aventi lo scopo di agevolare il risanamento finanziario delle imprese, od associazioni, italiani ed esteri;
- b) il finanziamento, il coordinamento tecnico, finanziario e gestionale di società, enti, consorzi od associazioni italiani ed esteri;
- c) la compravendita, il possesso, la permuta, la gestione e il collocamento, direttamente o mediante partecipazione a sindacati e ad appositi consorzi, di titoli pubblici e privati, italiani ed esteri;
- d) la compravendita, la permuta, la locazione, l'intermediazione e l'amministrazione di immobili;
- e) la locazione finanziaria di beni mobili ed immobili;
- f) l'esercizio di attività di progettazione e costruzione di opere e di impianti.

Nell'ambito dell'oggetto sociale sopra delineato la Società può compiere ogni altra operazione necessaria ed utile per il raggiungimento dei fini sociali, ivi comprese: la prestazione di fidejussioni, avalli e garanzie in genere, sia personali sia reali.

E' tassativamente esclusa la raccolta del risparmio fra il pubblico ed ogni attività riservata per legge.

Le attività di concessione di finanziamenti, di collocamento di titoli pubblici e privati e di locazione finanziaria di beni mobili ed immobili può essere esercitata esclusivamente nell'ambito del Gruppo di appartenenza.

Art. 2

La Società ha sede in Milano.

Possono essere istituite e soppresse succursali, agenzie ed uffici sia amministrativi che di rappresentanza in Italia e all'estero.

Art. 3

Il capitale sociale è di Euro 66.000.000 (sessantaseimilioni) diviso in n. 66.000.000 (sessantaseimilioni) azioni da nominali Euro 1.= (uno) cadauna.

L'assemblea straordinaria della società in data 29 luglio 2008, ha deliberato di aumentare il capitale sociale a pagamento, con esclusione del diritto di opzione ai sensi dell'art. 2441, comma 4, codice civile per nominali Euro 4.504.505, mediante emissione di n. 4.504.505 nuove azioni ordinarie, del valore nominale di Euro 1,00 ciascuna, ad un prezzo unitario di emissione pari a Euro 5,55, di cui Euro 4,55 a titolo di sovrapprezzo, per un controvalore totale (nominale e sovrapprezzo) di Euro 25.000.002,75, da liberarsi mediante conferimento in natura di n. 79.579 azioni ordinarie della società E.CAPITAL PARTNERS S.p.A.

L'assemblea straordinaria del 13 febbraio 2006 ha attribuito al Consiglio di Amministrazione per un periodo di cinque anni dalla suddetta data:

- la facoltà, ai sensi dell'art. 2443 del codice civile, affinché possa, in una o più volte, entro il termine di cinque anni dalla data della presente deliberazione,

aumentare il capitale sociale a pagamento per massimi € 100 milioni mediante emissione di massime numero 100 milioni azioni ordinarie da riservarsi in opzione agli aventi diritto, con o senza sovrapprezzo;

- la facoltà, ai sensi dell'art. 2420 ter del codice civile, di emettere, in una o più volte, per un ammontare massimo di nominali € 100 milioni, obbligazioni convertibili in azioni ordinarie e/o con warrant con correlato aumento di capitale sociale, da offrire in opzione ai soci, determinando caratteristiche, rendimenti, condizioni e regolamento delle varie emissioni delle obbligazioni.

Art. 4

La durata della Società è stabilita sino al 31 dicembre 2020.

Amministrazione e Direzione

Art. 5

La Società è amministrata da un Consiglio di Amministrazione composto da non meno di 5 e da non più di 11 membri anche non soci.

L'Assemblea stabilisce entro i limiti suddetti e fino a nuova diversa deliberazione il numero dei componenti il Consiglio.

Gli Amministratori devono essere in possesso dei requisiti previsti dalla normativa pro tempore vigente; di essi un numero minimo corrispondente al minimo previsto dalla normativa medesima deve possedere i requisiti di indipendenza di cui all'art. 148, comma 3, del D.Lgs. 58/1998, così come richiamato dall'art. 147 ter, comma 4.

Il venir meno dei requisiti determina la decadenza dell'Amministratore. Il venir meno del requisito di indipendenza quale sopra definito in capo ad un Amministratore non ne determina la decadenza qualora i requisiti permangano in capo al numero minimo di amministratori che, secondo la vigente normativa, devono essere in possesso di tale requisito.

Art. 6

I Consiglieri di Amministrazione durano in carica per tre esercizi, scadono alla data dell'assemblea convocata per l'approvazione del bilancio relativo all'ultimo esercizio della loro carica e sono rieleggibili.

Art. 7

Il Consiglio provvede a norma di legge e del presente statuto alla sostituzione degli Amministratori venuti a mancare nel corso dell'esercizio.

Qualora per dimissioni o altre cause venisse a mancare la maggioranza degli Amministratori, l'intero Consiglio di Amministrazione si intenderà decaduto e dovrà essere convocata l'Assemblea per provvedere alla nomina del Consiglio stesso.

Art. 8

Il Consiglio di Amministrazione nomina nel proprio seno un Presidente e può nominare uno o più Vice-Presidenti.

Essi durano in carica per tutto il loro mandato consiliare.

In caso di nomina di più Vice-Presidenti il Consiglio, al momento della nomina, delibererà l'ordine con il quale essi rappresenteranno il Presidente in caso di sua assenza o impedimento. La firma del Vice-Presidente fa prova dell'assenza o impedimento del Presidente o dell'altro/degli altri Vice-Presidente/i.

In assenza del Presidente e dei Vice-Presidenti, il Consigliere più anziano di età ne fa le veci.

Il Consiglio nomina pure il proprio Segretario, che può essere anche persona estranea al Consiglio stesso, determinandone la retribuzione.

Art. 9

Il Consiglio di Amministrazione è convocato, quante volte occorra, dal Presidente o da chi ne fa le veci. Deve essere convocato quando ne venga fatta la domanda

scritta alla Presidenza da un Consigliere di Amministrazione, o dal Direttore generale, o da un Sindaco, comunque a' sensi e nei casi di legge.

La convocazione del Consiglio di Amministrazione è fatta con lettera da spedirsi almeno 5 giorni prima dell'adunanza e, nei casi di urgenza, con telegramma o con telefax o con messaggio di posta elettronica da spedirsi almeno due giorni prima.

E' ammessa la possibilità per i partecipanti alla riunione del Consiglio di Amministrazione di intervenire a distanza mediante teleconferenza o videoconferenza.

In tal caso:

- devono essere assicurate, comunque:

1. la individuazione di tutti i partecipanti in ciascun punto del collegamento;
2. la possibilità per ciascuno dei partecipanti di intervenire, di esprimere oralmente il proprio avviso, di visionare, ricevere o trasmettere tutta la documentazione, nonché la contestualità dell'esame e della deliberazione;

- la riunione del Consiglio di Amministrazione si considera tenuta nel luogo in cui si devono trovare, simultaneamente, il Presidente ed il Segretario.

Gli Amministratori riferiscono, in occasione delle riunioni del Consiglio o del Comitato Esecutivo od anche direttamente, tempestivamente e comunque con periodicità almeno trimestrale, al Collegio Sindacale sull'attività svolta e sulle operazioni di maggior rilievo economico, finanziario e patrimoniale effettuate dalla Società o dalle società controllate; in particolare riferiscono sulle operazioni nelle quali gli amministratori abbiano un interesse proprio o per conto di terzi o che siano influenzate dal soggetto, se sussiste, che esercita attività di direzione e coordinamento.

Il Consiglio di Amministrazione, previo parere obbligatorio del Collegio Sindacale, nomina e revoca il Dirigente preposto alla redazione dei documenti contabili societari di cui all'art. 154 bis del D.Lgs. 58/1998 e successive modifiche ed integrazioni e ne determina il compenso. Il Dirigente preposto alla redazione dei documenti contabili societari deve possedere oltre ai requisiti di onorabilità prescritti dalla normativa vigente per coloro che svolgono funzioni di amministrazione e direzione, requisiti di professionalità caratterizzati da specifica competenza in materia amministrativa e contabile. Tale competenza, da accertarsi da parte del medesimo Consiglio di Amministrazione, deve essere acquisita attraverso esperienze di lavoro in posizione di adeguata responsabilità per un congruo periodo di tempo.

Art. 10

Per la validità delle deliberazioni del Consiglio di Amministrazione è richiesta la presenza effettiva della maggioranza dei membri che lo compongono.

Le deliberazioni si prendono a maggioranza di voti. In caso di parità, prevale il voto di chi presiede.

Art. 11

La rappresentanza della società di fronte a terzi ed in giudizio spetta al Presidente e, se nominati, ai Vice-Presidenti.

Oltre ai poteri loro eventualmente conferiti dal Consiglio di Amministrazione, al Presidente e, quando nominati, ai Vice-Presidenti spettano in ogni caso il potere di promuovere azioni, di costituire la Società in giudizio, di fare opposizioni a ricorsi e ingiunzioni, di esperire ogni azione e rimedio per la tutela dei diritti e degli interessi della Società, in sede di giurisdizione ordinaria, amministrativa, costituzionale e tributaria, per ogni stato e grado, nominando all'uopo avvocati, procuratori e periti.

Il Consiglio di Amministrazione può delegare, nei limiti di legge e del presente statuto, parte dei propri poteri oltre che al Presidente e ai Vice-Presidenti, anche ad

altri consiglieri, sia per l'espletamento di particolari incarichi, sia per la gestione in generale, procedendo in quest'ultimo caso alla nomina di uno o più Amministratori Delegati.

A questi compete la rappresentanza sociale nei limiti dei poteri loro delegati dal Consiglio di Amministrazione.

Il Consiglio di Amministrazione può altresì nominare un Direttore Generale e può delegare allo stesso la gestione operativa della società, in armonia con gli indirizzi generali di gestione fissati dal Consiglio stesso.

Il Consiglio di Amministrazione potrà nominare anche un Comitato Esecutivo del quale stabilirà, all'atto della nomina, il numero dei componenti, le attribuzioni e le modalità di funzionamento.

Il Comitato Esecutivo può riunirsi per teleconferenza o videoconferenza a norma di quanto previsto dall'art. 9.

Il Consiglio di Amministrazione può altresì delegare parte dei propri poteri a persone estranee al Consiglio di amministrazione stesso, legate o meno alla Società da rapporti di lavoro subordinato, nominando direttori, procuratori e mandatari per determinati atti o categorie di atti.

Gli organi delegati sono tenuti a riferire al Consiglio di Amministrazione ed al Collegio Sindacale con cadenza almeno trimestrale.

Art. 12

Al Consiglio di Amministrazione è conferito il più ampio mandato per l'amministrazione ordinaria e straordinaria della società.

Esso provvede a tutto ciò che non è espressamente riservato dalla legge alla competenza dell'assemblea generale.

Al Consiglio di Amministrazione sono attribuite inoltre, nel rispetto dell'art. 2436 c.c., le seguenti competenze:

- la delibera di fusione e di scissione di cui agli artt. 2505, 2505 bis *anche quale richiamato dall'art. 2506 ter, ultimo comma, c.c.*;
- l'istituzione o soppressione di sedi secondarie;
- l'indicazione di quali amministratori abbiano la rappresentanza della società;
- la riduzione del capitale sociale in caso di recesso del socio;
- l'adeguamento dello statuto sociale a disposizioni normative;
- il trasferimento della sede sociale in altro comune del territorio nazionale.

Art. 13

Le funzioni degli Amministratori sono retribuite con assegno da stabilirsi annualmente dall'Assemblea ordinaria oltre il rimborso delle spese. In mancanza di proposte di variazioni l'assegno rimane quello determinato dalla precedente assemblea.

Assemblee

Art. 14

L'assemblea può aver luogo anche fuori dal Comune ove si trova la sede sociale purché in Italia.

L'avviso di convocazione deve essere pubblicato nei termini di legge sulla Gazzetta Ufficiale o sul quotidiano "Il Sole 24 Ore" e può prevedere in sede straordinaria anche una terza convocazione.

Il diritto di intervento e la rappresentanza in assemblea sono regolati dalla legge, con la precisazione che per l'intervento in assemblea deve pervenire presso la sede sociale, almeno due giorni prima della data fissata per la prima convocazione, la comunicazione rilasciata dagli intermediari che ne hanno facoltà, attestante il relativo possesso azionario. L'assemblea ordinaria si riunisce comunque ogni anno entro

centoventi giorni dalla chiusura dell'esercizio sociale o al massimo entro centoottanta giorni dalla stessa quando, a giudizio del Consiglio di Amministrazione e ricorrendo le condizioni di legge, particolari esigenze lo richiedano.

Art. 15

Le deliberazioni dell'Assemblea ordinaria e straordinaria sono valide se prese con le presenze e le maggioranze stabilite dalla legge.

Quando la legge non dispone diversamente, esse, qualunque sia la parte di capitale rappresentata dagli azionisti intervenuti, sono prese a maggioranza assoluta dei voti escludendosi dal computo le azioni dei soci astenuti.

I soci che, anche congiuntamente, rappresentino almeno il 2,5% del capitale sociale possono chiedere, entro 5 giorni dalla pubblicazione dell'avviso di convocazione dell'assemblea, l'integrazione dell'elenco delle materie da trattare, indicando nella domanda gli argomenti da essi proposti.

Delle integrazioni all'elenco delle materie che l'assemblea dovrà trattare a seguito delle richieste di cui al presente articolo è data notizia, nelle stesse forme prescritte per la pubblicazione dell'avviso di convocazione, almeno 10 giorni prima di quello fissato per l'assemblea. L'integrazione dell'elenco delle materie da trattare non è ammessa per gli argomenti sui quali l'assemblea delibera, a norma di legge, su proposta degli amministratori o sulla base di un progetto o di una relazione da essi predisposta.

La nomina del Consiglio di Amministrazione avverrà sulla base di liste presentate dai soci, secondo le modalità di seguito specificate, nelle quali i candidati dovranno essere elencati mediante un numero progressivo.

Le liste presentate dai soci, sottoscritte da coloro che le presentano, dovranno essere depositate presso la sede della società, a disposizione di chiunque ne faccia richiesta, almeno 15 giorni prima dell'assemblea in prima convocazione e saranno soggette alle altre forme di pubblicità previste dalla normativa pro tempore vigente.

Ogni socio, i soci aderenti ad un patto parasociale rilevante ai sensi dell'art. 122 D.Lgs. 58/1998, il soggetto controllante, le società controllate e quelle soggette a comune controllo ai sensi dell'art. 93 del D.Lgs. 58/1998, non possono presentare o concorrere alla presentazione, neppure per interposta persona o società fiduciaria, di più di una sola lista, né possono votare liste diverse ed ogni candidato potrà presentarsi in una sola lista a pena di ineleggibilità. Le adesioni ed i voti espressi in violazione di tale divieto non saranno attribuiti ad alcuna lista.

Avranno diritto di presentare le liste soltanto i soci che, singolarmente o insieme ad altri soci presentatori, siano complessivamente titolari di azioni rappresentanti almeno il 2,5% del capitale sociale con diritto di voto nell'assemblea ordinaria, ovvero rappresentanti la minor misura eventualmente stabilita da inderogabili disposizioni di legge o regolamentari.

Unitamente a ciascuna lista, entro i termini sopra indicati, dovranno essere depositati:

- (i) l'apposita certificazione rilasciata da un intermediario abilitato ai sensi di legge comprovante la titolarità del numero di azioni necessario alla presentazione delle liste;
- (ii) le dichiarazioni con le quali i singoli candidati accettano la propria candidatura ed attestano, sotto la propria responsabilità l'inesistenza di cause di ineleggibilità e di incompatibilità, nonché l'esistenza dei requisiti prescritti per le relative cariche;

(iii) un curriculum vitae riguardante le caratteristiche personali e professionali di ciascun candidato con l'eventuale indicazione dell'idoneità dello stesso a qualificarsi come indipendente.

Le liste presentate senza l'osservanza delle disposizioni che precedono sono considerate come non presentate.

All'elezione del Consiglio di Amministrazione si procederà come segue:

- a) dalla lista che ha ottenuto il maggior numero dei voti espressi dagli azionisti vengono tratti, nell'ordine progressivo con il quale sono indicati nella lista stessa, gli amministratori da eleggere tranne uno;
- b) il restante amministratore è tratto dalla lista di minoranza che non sia in alcun modo collegata, neppure indirettamente, con i soci che hanno presentato o votato la lista di cui alla lettera a), e che abbia ottenuto il secondo maggior numero di voti espressi dagli azionisti.

Qualora con i candidati eletti con le modalità sopra indicate non sia assicurata la nomina di un numero di Amministratori in possesso dei requisiti di indipendenza stabiliti per i Sindaci dall'art. 148, comma 3, del D.Lgs. 58/1998, pari al numero minimo stabilito dalla legge in relazione al numero complessivo degli Amministratori, il candidato non indipendente eletto come ultimo in ordine progressivo nella lista che ha riportato il maggior numero di voti, di cui alla lettera a) del comma che precede, sarà sostituito dal primo candidato indipendente, secondo l'ordine progressivo, non eletto della stessa lista, ovvero, in difetto, dal primo candidato indipendente secondo l'ordine progressivo non eletto delle altre liste, secondo il numero di voti da ciascuno ottenuto.

A tale procedura di sostituzione si farà luogo sino a che il Consiglio di Amministrazione risulti composto da un numero di componenti in possesso dei requisiti di cui all'art. 148, comma 3, del D. Lgs. n. 58/1998, pari almeno al minimo prescritto dalla legge.

Qualora infine detta procedura non assicuri il risultato da ultimo indicato, la sostituzione avverrà con delibera assunta dall'Assemblea a maggioranza relativa, previa presentazione di candidature di soggetti in possesso dei citati requisiti.

Nel caso in cui venga presentata un'unica lista, o nel caso in cui non venga presentata alcuna lista, l'Assemblea delibera con le maggioranze di legge, senza osservare il procedimento sopra previsto. Sono comunque salve diverse e ulteriori disposizioni previste da inderogabili norme di legge o regolamentari.

Se nel corso dell'esercizio vengono a mancare uno o più Amministratori, purché la maggioranza sia sempre costituita da amministratori nominati dall'Assemblea, si provvederà ai sensi dell'art. 2386 c.c. secondo quanto di seguito indicato:

- a) il Consiglio di Amministrazione, con deliberazione approvata dal Collegio Sindacale, nomina i sostituti nell'ambito dei candidati (che siano tuttora eleggibili) appartenenti alla stessa lista cui appartenevano gli Amministratori cessati, e l'Assemblea delibera, con le maggioranze di legge, rispettando il medesimo criterio;
- b) qualora non residuino dalla predetta lista candidati non eletti in precedenza, ovvero candidati con i requisiti richiesti, o comunque qualora non sia possibile rispettare quanto disposto dalla lettera a), il Consiglio di Amministrazione provvede alla sostituzione, così come provvede l'Assemblea, con le maggioranze di legge senza voto di lista.

In ogni caso il Consiglio di Amministrazione e l'Assemblea procederanno alla nomina in modo da assicurare la presenza di amministratori indipendenti nel numero complessivo minimo richiesto dalla normativa pro tempore vigente.

Art. 16

Le deliberazioni dell'Assemblea sono prese per alzata di mano, a meno che un diverso sistema di votazione venga richiesto da tanti azionisti che rappresentino non meno della metà delle azioni presenti in Assemblea. Non sono comunque mai ammesse le votazioni a schede segrete.

Art. 17

L'Assemblea è presieduta dal Presidente del Consiglio di Amministrazione o da chi ne fa le veci; in mancanza l'Assemblea elegge il proprio Presidente. Il Presidente è assistito da un segretario, nominato dall'Assemblea, o da un notaio da esso Presidente designato e nominato dall'Assemblea e, quando lo ritenga del caso, da due Scrutatori da lui designati e nominati dall'Assemblea.

Il Presidente dell'Assemblea ha pieni poteri per verificare il diritto di intervento, la validità delle deleghe e delle procure, la identità degli intervenienti in proprio, per delega o per procura. Per tali operazioni egli può avvalersi dell'ausilio di una o più persone da lui stesso designate anche non assumenti le funzioni di scrutatore. Il Presidente ha inoltre pieni poteri per accertare se l'Assemblea è validamente costituita ed in numero legale per deliberare, per dirigere e regolare la discussione e lo svolgimento dei lavori e per stabilire le modalità delle votazioni secondo quanto previsto nel presente Statuto. La validità dell'Assemblea, una volta dichiarata dal Presidente, non può essere contestata dagli azionisti, salvo il diritto di impugnazione a norma di legge.

Art. 18

Le deliberazioni assembleari devono constare da verbali sottoscritti dal Presidente e dal Segretario o da un notaio, verbali che sono trascritti in apposito libro a norma di legge. Le relative copie ed estratti dei verbali stessi, certificati conformi dal Presidente del Consiglio di Amministrazione che è in carica al momento della loro produzione o da chi ne fa le veci, fanno piena prova, anche in giudizio, delle deliberazioni prese dall'Assemblea.

Azioni ed Obbligazioni

Art. 19

Le azioni sono nominative o al portatore nei casi consentiti dalla legge. Possono essere create, nei limiti di legge, diverse categorie di azioni, anche senza diritto di voto, differenziate nei diritti ad esse pertinenti.

Art. 20

Nel caso di comproprietà di una azione, i diritti dei comproprietari devono essere esercitati da un rappresentante comune da essi nominato: in mancanza di che ogni atto comunicato dalla Società ad uno dei comproprietari è efficace nei confronti di tutti.

Art. 21

Ogni azione è indivisibile. Il possesso di una azione importa piena adesione al presente Statuto.

Art. 22

La società può emettere in ogni tipologia consentita obbligazioni anche convertibili in azioni sociali.

La competenza ad emettere obbligazioni non convertibili o senza warrant su azioni sociali di nuova emissione spetta agli amministratori nel rispetto delle forme e degli adempimenti pubblicitari previsti dalla legge.

Bilancio

Art. 23

L'esercizio sociale si chiude al 30 settembre di ciascun anno.

Art. 24

Il Consiglio, nel corso dell'esercizio ed in quanto lo ritenga opportuno e possibile in relazione all'andamento economico della Società, può deliberare, con il consenso del Collegio sindacale, il pagamento di acconti sul dividendo per l'esercizio stesso.

Art. 25

Alla fine di ogni esercizio il Consiglio procede alla redazione di un bilancio sociale a norma di legge.

Gli utili netti risultanti dal bilancio, previa deduzione del 5% da destinare alla riserva legale sino a che questa abbia raggiunto un ammontare pari al quinto del capitale sociale, sono ripartiti agli azionisti, in tutto o in parte secondo quanto viene deliberato dall'Assemblea.

Nel caso in cui vengano emesse particolari categorie di azioni, le presenti disposizioni si applicheranno compatibilmente con quanto stabilito dalla legge e dallo Statuto relativamente alla distribuzione degli utili pertinenti a ciascuna delle categorie di azioni.

Sindaci

Art. 26

Il Collegio Sindacale è composto da tre sindaci effettivi e due sindaci supplenti. Essi restano in carica per tre esercizi.

I Sindaci dovranno possedere i requisiti, anche inerenti il limite al cumulo degli incarichi, previsti dalla vigente normativa, anche regolamentare.

La nomina dei sindaci e la determinazione della loro retribuzione è fatta dall'assemblea a' sensi di legge.

Alla minoranza è riservata l'elezione di un sindaco effettivo e di un supplente. La nomina del Collegio Sindacale avviene, secondo le procedure di cui ai commi seguenti, sulla base di liste presentate dagli azionisti nelle quali i candidati sono elencati mediante un numero progressivo.

La lista, che reca i nominativi, contrassegnati da un numero progressivo, di uno o più candidati, indica se la singola candidatura viene presentata per la carica di Sindaco effettivo ovvero per la carica di sindaco supplente.

Hanno diritto a presentare le liste soltanto gli azionisti che, da soli o insieme ad altri, siano complessivamente titolari di azioni con diritto di voto rappresentanti almeno il 2,5% del capitale sociale con diritto di voto, ovvero rappresentanti la minore percentuale eventualmente stabilita o richiamata da inderogabili disposizioni di legge o regolamentari.

Ogni socio, i soci aderenti ad un patto parasociale rilevante ai sensi dell'art. 122 del D.Lgs. 58/1998, il soggetto controllante, le società controllate e quelle soggette a comune controllo non possono presentare o concorrere alla presentazione, neppure per interposta persona o società fiduciaria, di più di una sola lista, né possono votare liste diverse, ed ogni candidato potrà presentarsi in una sola lista a pena di ineleggibilità. Le adesioni ed i voti espressi in violazione di tale divieto non saranno attribuiti a nessuna lista.

Le liste presentate devono essere depositate presso la sede della società almeno quindici giorni prima di quello fissato per l'assemblea in prima convocazione, ferme le ulteriori forme di pubblicità prescritte dalla disciplina anche regolamentare pro tempore vigente.

Le liste devono essere corredate:

- a) dalle informazioni relative all'identità dei soci che hanno presentato le liste, con l'indicazione della percentuale di partecipazione complessivamente detenuta e di una certificazione dalla quale risulti la titolarità di tale partecipazione;

b) da una dichiarazione dei soci diversi da quelli che detengono, anche congiuntamente, una partecipazione di controllo o di maggioranza relativa, attestante l'assenza di rapporti di collegamento quali previsti dalla normativa anche regolamentare vigente con questi ultimi;

c) da un'esauriente informativa sulle caratteristiche personali dei candidati, nonché di una dichiarazione dei medesimi candidati attestante il possesso dei requisiti previsti dalla legge e della loro accettazione della candidatura, nonché l'elenco degli incarichi di amministrazione e controllo eventualmente ricoperti in altre società.

La lista per la quale non sono osservate le statuizioni di cui sopra è considerata come non presentata.

All'elezione dei sindaci si procede come segue:

1. dalla lista che ha ottenuto in assemblea il maggior numero di voti sono tratti, in base all'ordine progressivo con il quale sono elencati nella lista, due membri effettivi ed uno supplente;

2. dalla seconda lista che ha ottenuto in assemblea il maggior numero di voti dopo la prima lista e che non sia collegata, ai sensi della disciplina anche regolamentare vigente, neppure indirettamente, con i soci che hanno presentato o votato la lista che ha ottenuto il maggior numero di voti, sono tratti, in base all'ordine progressivo con il quale sono elencati nella lista, il restante membro effettivo, a cui spetta la Presidenza del collegio Sindacale ed uno supplente.

Ai fini della nomina del Collegio Sindacale di cui al punto 2. del precedente comma, in caso di parità tra liste, prevale quella presentata dai soci in possesso della maggiore partecipazione, ovvero, in subordine, dal maggior numero di soci.

Qualora venga presentata una sola lista o nessuna lista risulteranno eletti a Sindaci effettivi e supplenti tutti i candidati a tal carica indicati nella lista stessa o, rispettivamente, quelli votati dall'assemblea, sempre che essi conseguano la maggioranza relativa dei voti espressi in assemblea.

Nel caso vengano meno i requisiti normativamente e statutariamente richiesti, il sindaco decade dalla carica.

In caso di sostituzione di un sindaco, subentra il supplente appartenente alla medesima lista di quello cessato.

Resta fermo che la Presidenza del Collegio Sindacale rimarrà in capo al sindaco di minoranza.

Quando l'assemblea deve provvedere alla nomina dei Sindaci Effettivi e/o supplenti necessaria per l'integrazione del Collegio Sindacale si procede come segue: qualora si debba provvedere alla sostituzione di sindaci eletti nella lista di maggioranza, la nomina avviene con votazione a maggioranza relativa senza vincolo di lista; qualora, invece, occorra sostituire sindaci eletti nella lista di minoranza l'assemblea li sostituisce con voto a maggioranza relativa, scegliendoli fra i candidati indicati nella lista di cui faceva parte il Sindaco da sostituire.

Qualora l'applicazione di tali procedure non consentisse, per qualsiasi ragione, la sostituzione dei Sindaci designati dalla minoranza, l'assemblea provvederà con votazione a maggioranza relativa, previa presentazione di candidature da parte di soci che, da soli o insieme ad altri, siano complessivamente titolari di azioni con diritti di voto rappresentanti almeno la percentuale sopra richiamata in relazione alla procedura per la presentazione di liste; tuttavia, nell'accertamento dei risultati di quest'ultima votazione non verranno computati i voti dei soci che, secondo le comunicazioni rese ai sensi della vigente disciplina, detengono, anche indirettamente, ovvero anche congiuntamente con altri soci aderenti ad un patto

parasociale rilevante ai sensi dell'art. 122 del D.Lgs. 58/1998, la maggioranza relativa dei voti esercitabile in assemblea, nonché dei soci che controllano, sono controllati o sono assoggettati a comune controllo dei medesimi.

Il Collegio Sindacale può radunarsi per video o teleconferenza a condizione che tutti i partecipanti possano essere identificati e sia loro consentito di seguire la discussione e di intervenire in tempo reale alla trattazione degli argomenti affrontati. L'adunanza si considera tenuta nel luogo in cui si trovano il Presidente e, se nominato, il segretario.

Il controllo contabile è effettuato da una società di revisione iscritta all'albo di cui all'art. 161 del D. Lgs. 58/98.

Art. 27

Nel caso di scioglimento della Società l'Assemblea fissa le modalità della liquidazione e provvede a sensi di legge alla nomina ed eventualmente alla sostituzione di uno o più liquidatori stabilendone i poteri e i compensi.

F.t o Giovanni Bazoli

F.to Carlo Marchetti notaio

Copia su supporto informatico conforme all'originale del documento cartaceo a sensi dell'art. 23 commi 3, 4 e 5 D.Lgs. 82/2005, in termine utile per il Registro Imprese di Milano

Firmato Carlo Marchetti

Nel mio studio, 31 luglio 2008

Assolto ai sensi del decreto 22 febbraio 2007 mediante M.U.I.

