

Mittel S.P.A.  
Sede in Milano - Piazza A. Diaz 7  
Capitale sociale € 70.504.505 i.v.  
Codice Fiscale - Registro Imprese di Milano - P. IVA 00742640154  
R.E.A. di Milano n. 52219  
www.mittel.it

**Relazione illustrativa del Consiglio di Amministrazione di Mittel sul  
Progetto di Fusione per incorporazione in  
Mittel S.p.A.  
di Tethys S.p.A. e Hopa S.p.A.**

(ai sensi dell'art. 2501-*bis*, 2501-*quinquies* c.c. e degli articoli 70 e 72 del regolamento Consob N. 11971 del 14 maggio 1999 e successive modifiche)

*26 Luglio 2011*



## **Indice**

### **1. Illustrazione dell'operazione**

#### 1.1. Premessa

#### 1.2. Società partecipanti alla Fusione

##### 1.2.1. Mittel – Tethys

##### 1.2.2. Mittel – Hopa

##### 1.2.3. Struttura del Gruppo Mittel quale risultante dal Progetto di Fusione

### **2. Profili giuridici dell'operazione**

#### 2.1. Inquadramento della Fusione

#### 2.2. Esperto comune nominato dal Tribunale

#### 2.3. Modalità di assegnazione delle azioni e data di godimento

#### 2.4. Data di efficacia della Fusione

#### 2.5. Modifiche statutarie

#### 2.6. Previsioni sulla composizione dell'azionariato rilevante di Mittel a seguito della Fusione

#### 2.7. Effetti della Fusione sui patti parasociali rilevanti

#### 2.8. Considerazioni in merito alla ricorrenza del diritto di recesso

### **3. Profili economici dell'operazione**

#### 3.1. Situazioni patrimoniali di riferimento

#### 3.2. Valori attribuiti alle società partecipanti alla fusione e rapporti di concambio

##### 3.2.1. Metodologie valutative adottate

##### 3.2.1.1. Difficoltà riscontrate nel processo di valutazione

##### 3.2.2. Valori attribuiti alle società partecipanti alla fusione e rapporti di concambio

##### 3.2.2.1. Fusione I: annullamento delle azioni ordinarie di Tethys senza concambio

##### 3.2.2.2. Fusione II: valore attribuiti a Mittel quale risultante dalla Fusione I e a Hopa - rapporti di concambio

#### 3.3. Piano Economico e finanziario

#### 3.4. Riflessi tributari della Fusione su Mittel, Tethys e Hopa

##### 3.4.1. Neutralità fiscale

##### 3.4.2. Differenze di fusione e aumento del Capitale Sociale a servizio della Fusione

##### 3.4.3. Trattamento delle perdite fiscali

##### 3.4.4. Consolidato Fiscale

##### 3.4.5. Decorrenza degli effetti

##### 3.4.6. Imposte Indirette



Signori Azionisti,

siete convocati in Assemblea straordinaria per deliberare in merito al Progetto di Fusione per incorporazione in Mittel S.p.A. (di seguito, "Mittel" o la "Società Incorporante") di Tethys S.p.A. (di seguito, "Tethys" o la "Società Incorporanda I") e di Hopa S.p.A. (di seguito, "Hopa" o la "Società Incorporanda II"); Tethys e Hopa, ciascuna anche una "Società Incorporanda" e, collettivamente, le "Società Incorporande", redatto ai sensi del 2501-*bis* e 2501-*ter* del codice civile.

Sottoponiamo pertanto alla Vostra attenzione la presente relazione ai sensi del 2501-*bis*, comma 3 e 2501-*quinquies* del codice civile nonché del Regolamento Emittenti, 11971 del 14 maggio 1999, Allegato 3A.

## **1. Illustrazione dell'operazione**

### **1.1. Premessa**

L'operazione di fusione per incorporazione di Tethys in Mittel (la "Fusione I") e di Hopa in Mittel, quale risultante dalla Fusione I, (la "Fusione II"). La Fusione I e la Fusione II (unitariamente, le "Fusioni" o anche la "Fusione") consistono in procedimenti e atti giuridici funzionalmente collegati che si perfezioneranno secondo l'ordine in cui sono presentate nel progetto di Fusione ("Progetto di Fusione"), ma comunque in un unico contesto sostanziale. Per tale motivo, è stato approvato dai Consigli di Amministrazione un progetto unitario di Fusione che considera, la Fusione I e la Fusione II, in un unitario contesto.

La Fusione porterà alla crescita dimensionale del Gruppo Mittel e ad un significativo accorciamento della filiera societaria, rendendo più efficace il lavoro di valorizzazione delle partecipazioni industriali e più dinamica la gestione. In particolare, attraverso il Progetto di Fusione, le società aderenti intendono:

- rafforzare la *business perception* sul mercato, migliorando la trasparenza della struttura e della strategia implicita in essa
- rafforzare la solidità patrimoniale e finanziaria attraverso la diversificazione dei flussi economici e finanziari e
- ottimizzare l'efficienza delle operazioni di investimento mediante politiche coerenti di Gruppo.

Il percorso di riorganizzazione del Gruppo ha già conseguito un passo importante in data 18 maggio 2011, con l'acquisto da parte di Mittel di una partecipazione pari al 49,33% del capitale sociale di Tethys, a seguito del quale la stessa ha incrementato il possesso azionario dal 34,00% alla quota di controllo dell'83,33% del capitale sociale di Tethys.



## 1.2. Società partecipanti alla Fusione

### 1.2.1. Mittel - Tethys

La Società Incorporante è Mittel, società per azioni quotata sul Mercato Telematico Azionario ("MTA") organizzato e gestito da Borsa Italiana, con sede legale a Milano, Piazza Diaz, 7, capitale sociale Euro 70.504.505,00 interamente versato, suddiviso in 70.504.505 azioni ordinarie di valore nominale unitario di Euro 1,00; numero di iscrizione nel Registro delle Imprese di Milano, partita iva e codice fiscale n. 00742640154. Si precisa che Mittel non ha in essere prestiti obbligazionari convertibili in proprie azioni.

Mittel è una holding di partecipazioni che ha per oggetto sociale:

- 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.

Mittel detiene attualmente partecipazioni azionarie, sia di maggioranza che di minoranza, dirette ed indirette, in diverse società che operano principalmente nei settori del *private equity*, dell'*advisory* in operazioni di finanza straordinaria (*M&A*) e agevolata (*Grant Finance*), del *corporate lending*, dell'immobiliare e in holding di partecipazioni.

Tra queste, Mittel detiene una partecipazione dell'83,33% del capitale sociale di Tethys e ha diritto ad acquistare il rimanente 16,67% del capitale sociale. Il Progetto di Fusione qui illustrato, si sviluppa nel presupposto che tale diritto sia esercitato, ed i relativi acquisti siano eseguiti, prima della stipula dell'atto di fusione relativo alla Fusione I la quale pertanto si prefigura quale incorporazione di società interamente posseduta.

La società Incorporanda I è Tethys, società per azioni con sede legale in Milano, Piazza Diaz 7, capitale sociale di Euro 30.000.000,00 interamente versato, suddiviso in n. 30.000.000 azioni di valore nominale unitario di Euro 1,00; numero di iscrizione nel Registro delle Imprese di Milano, partita iva e codice fiscale n. 05079290960. Tethys è soggetta all'attività di direzione e coordinamento da parte di Mittel. Tethys non ha in essere prestiti obbligazionari convertibili in proprie azioni.

Tethys ha per oggetto sociale l'assunzione e cessione di partecipazioni in società, enti, consorzi italiani ed esteri, comunque non nei confronti del pubblico, nonché la concessione di finanziamenti e il coordinamento tecnico, amministrativo e finanziario a beneficio delle società partecipate e dunque sempre

con l'esclusione dell'attività finanziaria nei confronti del pubblico; lo studio e l'organizzazione di finanziamenti e di iniziative di investimenti in genere, e la consulenza e servizi alle imprese in materia di struttura finanziaria, strategie industriali e finanziarie, ristrutturazioni, acquisto o vendita di aziende, di concentrazioni e di finanza straordinaria.

La società può inoltre compiere tutte le attività necessarie od utili per il raggiungimento dell'oggetto sociale, con esclusione in ogni caso del rilascio di garanzie a favore di terzi, laddove tale attività non abbia carattere residuale e non sia svolta in via strettamente strumentale al conseguimento dell'oggetto sociale, e con esclusione altresì della attività professionale e delle attività che il D.Lgs. 58/1998 od altra vigente normativa riserva a particolari categorie di società.

Tethys detiene quale *asset* principale, una partecipazione pari al 39,78% del capitale sociale di Hopa e due opzioni di acquisto (*call*) aventi ad oggetto una ulteriore partecipazione costituita da n. 325.172.513 azioni Hopa, pari al 23,53% del capitale sociale, esercitabile al prezzo di Euro 0,10 per azione. Il Progetto di Fusione qui illustrato, si sviluppa nel presupposto che tali opzioni call vengano esercitate, ed i relativi acquisti siano eseguiti, prima della stipula dell'atto di fusione relativo alla Fusione II. Si osservi che ove tale esercizio non venga effettuato prima dell'Assemblea degli azionisti di Hopa chiamata ad approvare la Fusione, Tethys, quale azionista di Hopa, esprimerà il proprio voto in Assemblea relativamente alla partecipazione corrente del 39,78% del capitale sociale di Hopa stessa.

Si rileva che, in virtù dei rapporti contrattuali in essere con le banche finanziatrici, Tethys dovrà richiedere il consenso di quest'ultime prima di procedere alla delibera dell'Assemblea relativa alla Fusione I.

### 1.2.2. Mittel – Hopa

La Società Incorporante è Mittel, come più sopra definita e quale riveniente dalla Fusione I.

La Società Incorporanda II è Hopa – Società per Azioni-Holding di Partecipazioni Aziendali, con sede legale a Brescia, Corso Magenta, 43/D, capitale sociale di Euro 215.636.529,80 interamente versato, suddiviso in n. 1.381.756.915 azioni senza valore nominale; numero di iscrizione nel Registro delle Imprese di Brescia, partiva iva e codice fiscale n. 03051180176. Si precisa che Hopa non ha in essere prestiti obbligazionari convertibili in proprie azioni.

Hopa è una holding finanziaria il cui oggetto sociale consiste nell'esercizio in Italia e all'estero, in via prevalente – con esclusione di ogni attività nei confronti del pubblico e nel rispetto dei limiti fissati dai D.Lgs. n. 385/1993 e n. 58/1998 e di ogni successiva disposizione in materia – delle seguenti attività:

- a) assunzione, detenzione e gestione di partecipazioni ed interessenze in altre società, imprese, consorzi e associazioni di qualsiasi genere, sia italiane che di diritto estero, sia quotate che non quotate, operando anche concentrazioni e fusioni. La società potrà inoltre esercitare il coordinamento e il controllo organizzativo, commerciale, amministrativo e finanziario delle partecipate al fine della riorganizzazione aziendale. Potrà inoltre concedere finanziamenti sotto qualsiasi forma esclusivamente alle partecipate;
- b) compravendita, possesso e gestione di titoli pubblici e privati, sia nazionali che esteri ed operazioni per proprio conto in strumenti di mercato monetario, in cambi, strumenti finanziari a termine ed opzioni, contratti su tassi di cambio e tassi d'interesse ed altri valori mobiliari;
- c) acquisto, vendita e permuta di beni immobili, sia in piena proprietà che anche solo per diritti reali parziali, assunzione e concessione di locazioni e sublocazioni di mobili ed immobili;



d) consulenza, nell'ambito della propria struttura organizzativa, alle imprese in materia di struttura finanziaria, strategia industriale e questioni connesse, nonché consulenza e servizi nel campo delle concentrazioni e del rilievo di imprese, ad esclusione di quelle attività che la legge riserva alle libere professioni;

e) concessione di fidejussioni ed avalli, pegni ed ipoteche, garanzie in genere, comprese garanzie reali, anche per obbligazioni di terzi e/o per obbligazioni contratte da società ed enti nei quali abbia assunto partecipazioni.

Sempre nei limiti fissati dai D.Lgs n. 385/1993 e n. 58/1998 e successive disposizioni in materia, la società potrà altresì compiere qualsiasi altra operazione di natura mobiliare ed immobiliare, commerciale, industriale e finanziaria ritenuta necessaria, opportuna ed utile per il miglior raggiungimento dell'oggetto sociale.

Hopa detiene attualmente partecipazioni azionarie, sia di maggioranza che di minoranza, dirette ed indirette, in diverse società che operano nei settori finanziario, di produzione di dispositivi medici, di distribuzione al dettaglio e turistico/parchi divertimento. Hopa detiene inoltre una partecipazione dell'85,01% in Earchimede S.p.A. ("Earchimede"), holding finanziaria che ha tra le proprie partecipazioni il 7,15% di Hopa.

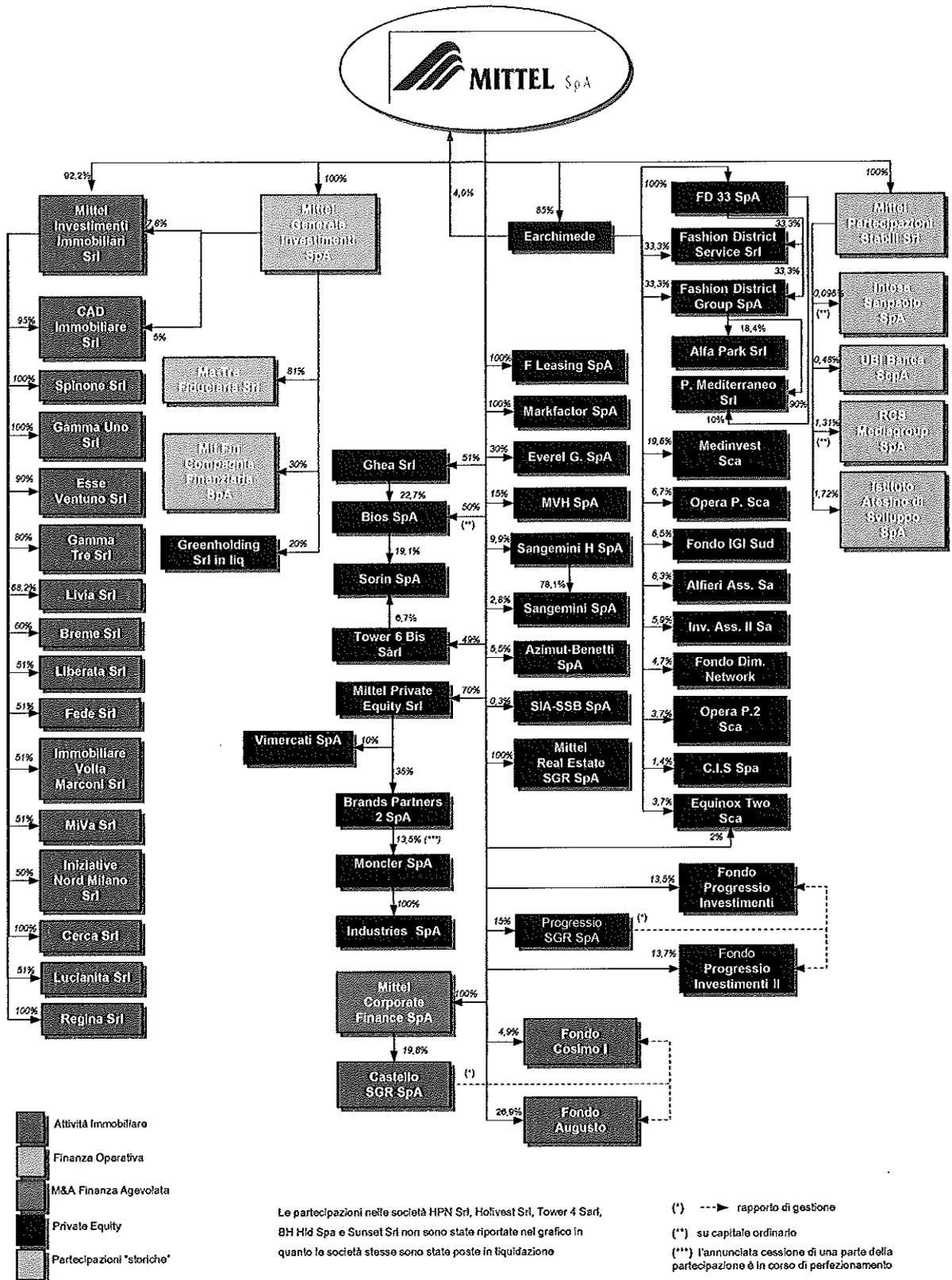
Si osservi che in data 30 dicembre 2010, Earchimede ha siglato un accordo quadro con gli azionisti della holding immobiliare Draco, società a tale data partecipata da Earchimede al 24,67%, al fine di consentire una valorizzazione dei diversi *asset* posseduti, funzionale ai piani industriali dei rispettivi gruppi di appartenenza. L'accordo prevede, tra le altre cose, che Hopa cessi di detenere qualsiasi partecipazione in Alfa Park S.r.l. e che all'esito della prevista scissione non proporzionale di Draco, deliberata dall'Assemblea dei soci di Draco in data 3 maggio 2011, con iscrizione della delibera a registro imprese di Brescia in data 13 maggio 2011, Earchimede (a) continui a mantenere con gli attuali soci di Draco una compartecipazione nel parco divertimenti "Rainbow Magicland", di recente apertura a Valmontone, e (b) ottenga il controllo delle attività del settore outlet attraverso il 66,66% del Gruppo Fashion District, presente sul territorio con gli outlet di Valmontone, Mantova e Molfetta. Il termine previsto dagli accordi per la stipulazione dell'atto di scissione è il 31 dicembre 2011, previo avveramento o, secondo il caso, rinuncia delle condizioni sospensive ivi previste, relative, tra l'altro, al consenso di alcuni creditori di società del gruppo Draco.

Il Progetto di Fusione assume l'avvenuta esecuzione dell'accordo e la conseguente scissione di Draco.

Di seguito si rappresenta il Gruppo Mittel quale risultante alla data di Esecuzione della Fusione II.



1.2.3. Struttura del Gruppo Mittel quale risultante dal Progetto di Fusione



L'organigramma riflette l'avvenuto completamento dell'operazione di scissione di Draco, attualmente in corso, e del conseguente incremento della quota in Fashion District Group al 66,66%.

## **2. Profili giuridici dell'operazione**

### **2.1. Inquadramento della fusione**

Le operazioni di fusione descritte nella presente relazione sono 2 (due) fusioni "per incorporazione" di Tethys in Mittel e di Hopa in Mittel (quale risultante a seguito della fusione di Tethys in Mittel). Le fusioni consistono in procedimenti e atti giuridici funzionalmente collegati che si perfezioneranno secondo l'ordine in cui sono presentate nel Progetto di Fusione. I Consigli di Amministrazione delle società partecipanti alla Fusione hanno redatto e approvato un unitario Progetto di Fusione per incorporazione, ai sensi degli artt. 2501-*bis* e 2501-*ter* del codice civile, al quale si rinvia per gli aspetti indicati dalle disposizioni citate.

### **2.2. Esperto comune nominato dal Tribunale**

Il Tribunale di Milano, su presentazione di istanza congiunta, ha nominato Baker Tilly Consulaudit S.p.A. – Baker Tilly International, iscritta all'Albo Consob al n. 34935, Sede legale in via Guido Reni, n. 2/2, 40125 – Bologna (BO), quale esperto comune per redigere la relazione ex 2501-*sexies* cod. civ. Il decreto di nomina dell'esperto ex art. 2501-*sexies* cod. civ. ai fini della Fusione è stato depositato in data 30 giugno 2011.

### **2.3. Modalità di assegnazione delle azioni e data di godimento**

Le azioni Mittel di nuova emissione destinate al concambio saranno emesse alla data di efficacia giuridica della Fusione (si veda il successivo Paragrafo 2.4), avranno godimento regolare e saranno quotate sul MTA, organizzato e gestito da Borsa Italiana S.p.A., al pari delle azioni Mittel in circolazione al momento della emissione delle azioni destinate al concambio.

Al riguardo, si precisa quanto segue:

- la Fusione I sarà effettuata mediante l'incorporazione di Tethys in Mittel, con annullamento delle azioni rappresentative l'intero capitale sociale della Società Incorporanda I, senza assegnazione di azioni, sul presupposto che alla data di stipula dell'atto di fusione relativo alla Fusione I, la Società Incorporante deterrà l'intero capitale sociale della Società Incorporanda I,
- la Fusione II sarà effettuata mediante l'incorporazione di Hopa in Mittel (quale risultante dalla Fusione I). A seguito della Fusione, gli azionisti della Società Incorporanda II riceveranno azioni della Società Incorporante, in base al rapporto di cambio descritto nel Progetto di Fusione e nella presente Relazione.

### **2.4. Data di efficacia della fusione**

Le operazioni di ciascuna Società Incorporanda saranno imputate al bilancio della Società Incorporante a far data dal 1° (primo) ottobre dell'esercizio in cui la Fusione avrà efficacia (1 ottobre 2011), a norma dell'art. 2504-*bis* del cod. civ.; dalla medesima data decorreranno anche gli effetti fiscali ai sensi dell'art. 172, comma 9, D.P.R. 22 dicembre 1986, n. 917.

Si precisa che la Società Incorporante chiude i propri esercizi alla data del 30 settembre di ogni anno, mentre le Società Incorporande chiudono i rispettivi esercizi alla data del 31 dicembre di ogni anno.



Quanto agli effetti giuridici, la Fusione I produrrà i suoi effetti, ai sensi dell'art. 2504-bis, secondo comma, secondo periodo, cod. civ., dalla data dell'ultima delle iscrizioni del relativo atto di fusione prescritte dall'art. 2504 cod. civ.

La Fusione II produrrà i suoi effetti, ai sensi dell'art. 2504-bis, secondo comma, secondo periodo, cod. civ., dalla data dell'ultima delle iscrizioni del relativo atto di fusione prescritte dall'art. 2504 cod. civ.

Gli atti di fusione relativi alla Fusione I ed alla Fusione II potranno prevedere una diversa data di decorrenza degli effetti delle Fusioni, successiva rispetto a quelle sopra indicate, fermo restando che in ogni caso il perfezionamento della Fusione II dovrà essere successivo a quello della Fusione I.

Per effetto della Fusione, la Società Incorporante subentrerà in tutti i rapporti giuridici attivi e passivi di ciascuna delle Società Incorporande.

## 2.5. Modifiche statutarie

Lo statuto della Società Incorporante non subirà modificazioni in ragione della Fusione, salvo le modifiche all'articolo 3 (capitale sociale) relative all'aumento di capitale al servizio del concambio della Fusione II, come precisato nel Progetto di Fusione, al quale si rinvia per ulteriori informazioni.

## 2.6. Previsioni sulla composizione dell'azionariato rilevante di Mittel a seguito della Fusione

La seguente tabella indica la simulazione della variazione della composizione dell'azionariato di Mittel, con riferimento alle partecipazioni rilevanti, sulla base delle comunicazioni a disposizione ai sensi della normativa vigente.

Azionista Mittel	Quota possesso attuale	Quota possesso post Fusione
• Carlo Tassara S.p.A.	19,138%	15,350%
• Fondazione C.R. Trento e Rovereto	13,595%	10,903%
• Italmobiliare S.p.A. (Efiparind BV)	12,262%	9,834%
• Istituto Atesino di Sviluppo S.p.A.	10,995%	8,818%
• Opera per l'Educazione Cristiana La Scuola S.p.A.	4,681%	3,754%
• Manuli Realtor Srl	4,287%	3,438%
• Feralpi Holding S.p.A.	2,339%	1,876%
• Earchimede S.p.A.*	-	4,044%

Fonte: libro soci società;

\* Pre Fusione, socio della Società Incorporanda Hopa

## 2.7. Effetti della Fusione sui patti parasociali rilevanti

Alla data della presente Relazione, non sono stati comunicati al Consiglio di Amministrazione di Mittel patti rilevanti ai sensi dell'articolo 122 del D. Lgs. 24 febbraio 1998, n. 58 (e successive modifiche e integrazioni).

## 2.8. Considerazioni in merito alla ricorrenza del diritto di recesso

L'operazione di Fusione non comporta l'esclusione dalla quotazione delle azioni Mittel e non ricorrono altre ipotesi di diritto di recesso per effetto della Fusione.



### **3. Profili economici dell'operazione**

#### **3.1. Situazioni patrimoniali di riferimento**

Ai sensi dell'art. 2501-*quater*, comma 2, cod. civ., le situazioni patrimoniali di riferimento per la Fusione sono costituite da:

- situazione patrimoniale semestrale al 31 marzo 2011 della Società Incorporante;
- situazione patrimoniale al 31 marzo 2011 di ciascuna Società Incorporanda.

#### **3.2. Valori attribuiti alle società partecipanti alla fusione e rapporti di concambio**

##### **3.2.1. Metodologie valutative adottate**

Le valutazioni in un'operazione di fusione sono guidate dall'esigenza di stimare valori dei capitali economici che risultino tra di loro azialmente confrontabili al fine di pervenire a una corretta determinazione del rapporto di cambio.

Nella stima dei valori economici di Mittel, quale riveniente dalla Fusione I, e Hopa:

1. sono stati applicati metodi di valutazione omogenei;
2. nell'ambito della medesima metodologia, situazioni analoghe sono state trattate con il medesimo approccio;
3. si sono assunte circostanze di svolgimento ordinario dei processi gestionali delle diverse società oggetto della stima;
4. non si sono considerate attese o specifici interessi soggettivi riferibili ad alcuna delle parti interessate dall'operazione che avrebbero potuto condurre all'applicazione di premi di controllo ovvero di sconti di minoranza.

I valori dei capitali economici derivanti dai processi di stima svolti per ciascuna società interessata dalla Fusione vanno interpretati quali valori relativi; in particolare, il valore del capitale di una società assume significato economico-aziendale solo avuto riguardo all'omologo valore derivante dall'applicazione del medesimo metodo valutativo per le altre società.

I metodi di valutazione sono stati applicati nell'ambito del seguente quadro metodologico di riferimento.

Mittel e Hopa sono due holding. La loro valutazione è stata effettuata secondo il metodo comunemente definito della "somma delle parti" ("SOP"), in base al quale il valore economico di ciascuna società è determinato stimando il valore dei singoli *asset* che ne compongono il patrimonio e deducendo le relative passività e i c.d. costi holding.

Per quanto attiene alla stima dei singoli *asset* delle due holding, è stata anzitutto fissata una soglia di significatività dei valori, in funzione della quale le partecipazioni e le quote di fondi aventi un valore di iscrizione nella situazione contabile al 31 marzo 2011 inferiore a cinque milioni di euro e al contempo



rappresentativi di una interessenza inferiore al 20% sono state assunte al valore contabile. In tutti gli altri casi si è proceduto a una valutazione analitica in base ai criteri di seguito illustrati.

Le partecipazioni di controllo possedute da ciascuna holding (Mittel, quale riveniente dalla Fusione I, e Hopa) sono state valutate sulle base dei metodi ritenuti di volta in volta più appropriati in funzione dell'attività svolta dalla partecipata (ad esempio, è noto che per le società bancarie – finanziarie è privilegiato nella prassi il riferimento al *Dividend Discounted Model*, per le immobiliari il metodo patrimoniale e via dicendo) e delle informazioni disponibili alla data di redazione della presente (ad esempio, lo sviluppo di un metodo basato sull'attualizzazione dei flussi presuppone la disponibilità di un piano aziendale pluriennale).

Per quanto riguarda le attività quotate al MTA, organizzato e gestito dalla Borsa Valori di Milano, si è fatto riferimento alla media dei prezzi del trimestre 18.4.2011 – 18.7.2011.

Le attività costituite da interessenze in fondi di investimento chiusi sono stati valorizzate in base al loro *Net Asset Value* alla data del 31 dicembre 2010, eventualmente rettificati per tenere conto degli effetti di accadimenti significativi avvenuti in epoca successiva a tale data.

Infine, per le società in liquidazione e per quelle non operative si è assunto il corrispondente valore contabile, in assenza di elementi che inducessero ad apportare correzioni al valore di libro.

Da ultimo, nella determinazione dei valori economici di Mittel e Hopa si è altresì tenuto conto dello sconto holding, comunemente applicato nella prassi professionale in sede di analoghe valutazioni.

Tale sconto è stato calcolato tenendo conto della duplice esigenza: (i) di non sottoporre a rettifiche le disponibilità di cassa presenti presso le diverse holding oggetto di valutazione; (ii) di evitare effetti duplicativi nella sua applicazione (considerato che Mittel, quale risultante dalla Fusione I, detiene Hopa, la quale a sua volta detiene, tra i principali *asset*, Earchimede, anch'essa configurabile quale holding).

Sulla base delle indicazioni della dottrina e delle peculiari modalità che ne hanno caratterizzato l'applicazione, lo sconto holding è stato assunto in scenari diversi nelle misure del 10%, del 15% e del 20%.

I valori economici di Mittel, quale riveniente dalla fusione I, e di Hopa sono di seguito riportati:

- sconto holding 10%: Mittel: 299,6 Hopa: 203,7
- sconto holding 15%: Mittel: 275,6 Hopa: 194,1
- sconto holding 20%: Mittel: 251,6 Hopa: 184,6.

### **3.2.1.1. Difficoltà riscontrate nel processo di valutazione**

Nel seguito si sintetizzano le principali difficoltà riscontrate nel processo di valutazione.

- Impossibilità di applicare il criterio delle quotazioni di borsa

In considerazione del fatto che Mittel è una società quotata sul MTA, organizzato e gestito da Borsa Italiana S.p.A., mentre Hopa non ha azioni scambiate su mercati regolamentati, non è stato possibile confrontare i prezzi ufficiali di borsa di Mittel con gli analoghi prezzi relativi ad Hopa.

- Utilizzo di dati previsionali

Le metodologie di valutazione adottate, oltre a far riferimento a parametri di redditività storica, si sono basate sui dati prospettici di Mittel Generale Investimenti S.p.A., Fashion District Group S.p.A., Mittel Corporate Finance S.p.A. e Mittel Investimenti Immobiliari S.r.l. e delle sue controllate. Tali dati prospettici e le ipotesi sottostanti, per loro natura, contengono elementi di incertezza e sono soggetti a variazioni, anche significative, in caso di cambiamenti del contesto di mercato e dello scenario macro-economico.

### **3.2.2. Valori attribuiti alle società partecipanti alla fusione e rapporti di concambio**

#### **3.2.2.1. Fusione I: annullamento delle azioni ordinarie di Tethys senza concambio**

La Fusione I non comporta l'applicazione di alcun rapporto di cambio, in quanto alla data della stipula dell'atto di fusione della Fusione I, Mittel deterrà il 100% del capitale sociale di Tethys. Pertanto, la Società Incorporante non procederà ad aumento di capitale a servizio della fusione, e tutte le azioni Tethys detenute da Mittel saranno annullate (art. 2504-ter, secondo comma, cod. civ.). Al riguardo si precisa che, alla data della Relazione, Mittel detiene n. 25.000.000 azioni Tethys, pari all'83,33% del capitale sociale della Società Incorporanda I, e ha diritto di acquistare le residue n. 5.000.000 azioni Tethys, pari al 16,67% del capitale sociale della Società Incorporanda I. Il Progetto di Fusione è quindi redatto sul presupposto che il diritto di acquisto sia esercitato, ed i relativi acquisti siano eseguiti, prima della stipula dell'atto di fusione relativo alla Fusione I.

#### **3.2.2.2. Fusione II: valori attribuiti a Mittel quale risultante dalla Fusione I e a Hopa - rapporti di concambio**

Ai fini della determinazione del rapporto di cambio delle azioni, va precisato che Mittel, quale riveniente dalla Fusione I, e Hopa presentano una suddivisione del proprio capitale sociale in sole azioni ordinarie. Il capitale sociale di Mittel è suddiviso in n. 70.504.505 azioni; il capitale sociale di Hopa è suddiviso in n. 1.381.756.915 azioni.

I valori unitari per azione di Mittel ed Hopa nei tre scenari illustrati nel paragrafo 3.2.1., nonché i rapporti di cambio che ne derivano sono di seguito riportati:

Valore unitario per azione (euro):

- sconto holding 10%: Mittel: 4,250; Hopa: 0,147
- sconto holding 15%: Mittel: 3,909; Hopa: 0,140
- sconto holding 20%: Mittel: 3,568; Hopa: 0,134.

Concambi azionari:

- sconto holding 10%: 0,0347 azioni Mittel per ogni azione Hopa
- sconto holding 15%: 0,0360 azioni Mittel per ogni azione Hopa
- sconto holding 20%: 0,0374 azioni Mittel per ogni azione Hopa.

Nell'intervallo 0,0347 – 0,0374 azioni Mittel per ogni azione Hopa, il concambio è stato determinato privilegiando il riferimento al valore centrale corrispondente all'ipotesi di uno sconto holding del 15%. In definitiva il rapporto di cambio è stato definito nei termini seguenti:

- 0,036 azioni Mittel per una azione Hopa



precisandosi che per mere esigenze di quadratura dell'operazione, l'assegnazione di azioni della Società Incorporante avverrà con arrotondamento all'unità inferiore come precisato nel Progetto di Fusione, al quale si rinvia per ulteriori informazioni.

Al riguardo si precisa che, alla data del Progetto di Fusione:

- Mittel detiene direttamente n. 23.501.957 azioni Hopa pari all'1,70% del capitale sociale della Società Incorporanda II
- Tethys detiene n. 549.677.443 azioni Hopa, pari al 39,78% del capitale sociale della Società Incorporanda II, e ha diritto di acquistare n. 325.172.513 azioni Hopa, pari al 23,53% del capitale sociale della Società Incorporanda II come meglio specificato al paragrafo 1.2.1. della presente relazione.

Le azioni Hopa detenute da Mittel (per effetto della Fusione I e per effetto di quelle detenute direttamente) saranno annullate, senza assegnazione di azioni Mittel in cambio delle azioni annullate (art. 2504-ter, secondo comma, cod. civ.).

Il Progetto di Fusione è redatto sul presupposto che il diritto di acquisto sopra descritto sia esercitato, ed i relativi acquisti siano eseguiti, entro la data della stipula dell'atto di fusione relativo alla Fusione II. Non è previsto alcun conguaglio in danaro.

Inoltre, il Progetto di Fusione è redatto sul presupposto che la scissione di seguito descritta abbia luogo prima della delibera delle Assemblee chiamate a deliberare sulla Fusione II. Si osservi che in data 30 dicembre 2010, Earchimede ha siglato un accordo quadro con gli azionisti della holding immobiliare Draco, società a tale data partecipata da Earchimede al 24,67%, al fine di consentire una valorizzazione dei diversi asset posseduti, funzionale ai piani industriali dei rispettivi gruppi di appartenenza. L'accordo prevede, tra le altre cose, che Hopa cessi di detenere qualsiasi partecipazione in Alfa Park S.r.l. e che all'esito della prevista scissione non proporzionale di Draco, deliberata dall'Assemblea dei soci di Draco in data 3 maggio 2011, con iscrizione della delibera a registro imprese di Brescia in data 13 maggio 2011, Earchimede (a) continui a mantenere con gli attuali soci di Draco una compartecipazione nel parco divertimenti "Rainbow Magicland", di recente apertura a Valmontone, e (b) ottenga il controllo delle attività del settore outlet attraverso il 66,66% del Gruppo Fashion District, presente sul territorio con gli outlet di Valmontone, Mantova e Molfetta. Il termine previsto dagli accordi per la stipulazione dell'atto di scissione è il 31 dicembre 2011, previo avveramento o, secondo il caso, rinuncia delle condizioni sospensive ivi previste, relative, tra l'altro, al consenso di alcuni creditori di società del gruppo Draco.

### **3.3. Piano Economico e Finanziario**

Ai sensi e per gli effetti dell'art. 2501-bis, terzo comma, cod. civ., si illustra di seguito il Piano Economico e Finanziario ("Piano") e le risorse finanziarie previste per il soddisfacimento delle obbligazioni di Mittel, quale risultante a seguito della Fusione.

#### **Premessa**

In data 18 maggio 2011, Mittel, la quale deteneva una partecipazione in Tethys pari al 34,00%, ha acquistato un'ulteriore partecipazione pari al 49,33%, per un corrispettivo pari ad Euro 36 milioni,



incrementando, quindi, il possesso azionario all'83,33% detenuto da Mittel alla data della presente Relazione. Per effetto di tale acquisto, Mittel ha acquisito il controllo di Tethys.

Il pagamento del corrispettivo complessivo massimo di Euro 36 milioni dovuto da Mittel a favore di Tower 6 Sarl ("Tower 6") per l'acquisto della partecipazione in Tethys ha comportato/comporterà per Mittel i seguenti esborsi monetari:

- Euro 31 milioni in data 18 maggio 2011, all'esecuzione dell'Operazione Tethys, corrispondenti alla quota di pagamento per cassa e alla quota di deposito fiduciario;
- Euro 5 milioni, alla più vicina nel tempo tra (i) la data del 30 giugno 2012 e (ii) la data di esercizio, da parte di Mittel, della opzione di acquisto su azioni Tethys pari complessivamente al 16,67% del capitale sociale della medesima.

La copertura del fabbisogno finanziario del citato ammontare di Euro 31 milioni è avvenuta mediante utilizzo delle linee ordinarie di credito messe a disposizione della Società da istituti di credito bancari italiani; tali linee di credito sono a revoca e rinnovabili per periodi da uno a tre mesi e prevedono una remunerazione a tassi indicizzati all'Euribor (da uno a tre mesi), maggiorato di uno *spread* medio applicato al Gruppo.

Il corrispettivo di Euro 5 milioni relativo all'esercizio delle opzioni di acquisto sulla quota residua del 16,67% del capitale sociale di Tethys da corrispondere a Banca Monte dei Paschi di Siena S.p.A. e Banco Popolare Soc. Coop. verrà finanziato attraverso ulteriori linee di credito concesse a Mittel.

Inoltre, alla data del Progetto di Fusione, Tethys detiene il 39,78% del capitale sociale di Hopa e ha diritto ad acquistare un'ulteriore partecipazione pari al 23,53% del capitale sociale di Hopa. Il corrispettivo della compravendita dell'ulteriore partecipazione in Hopa sarà anch'esso finanziato tramite il ricorso al debito bancario per un importo pari a circa Euro 32,5 milioni.

Si precisa, inoltre, che Tethys aveva finanziato l'acquisto della partecipazione del 39,78% in Hopa, avvenuto nel 2008, facendo ricorso al debito bancario per circa Euro 26,1 milioni. A seguito della Fusione, tale debito bancario, che alla data del 31 marzo 2011 ammonta ad Euro 29,1 milioni, per effetto della capitalizzazione degli interessi maturati, sarà imputato al bilancio della Società Incorporante. Il debito in oggetto ha scadenza 2013 e matura interessi ad un tasso annuo del 4,875%.

Le operazioni strumentali alla Fusione (incremento della quota partecipativa in Tethys e Hopa, tramite l'esercizio delle opzioni sopra descritte, e acquisizione del 49,33% di Tethys, già perfezionata in data 18 maggio 2011) e l'inclusione del debito bancario della Società Incorporanda Tethys a seguito della Fusione, comportano un maggior indebitamento bancario di circa Euro 103 milioni.

Tale maggior indebitamento verrà coperto mediante le attività finanziarie correnti esistenti in capo alle società Hopa, dai flussi di cassa attesi derivanti dal realizzo di altri attivi di breve e media liquidabilità, nonché dal cash flow prospettico derivante dalla gestione operativa e dei dividendi/distribuzione di riserve incassati.

Si evidenzia che Hopa non ha debiti verso banche, pertanto la Fusione II non modifica il debito bancario in essere .



### Ipotesi del Piano Economico e Finanziario

Il 1° ottobre 2011 rappresenta la data dalla quale decorreranno gli effetti contabili e fiscali della Fusione. Da tale data le operazioni di ciascuna Società Incorporanda saranno imputate al bilancio della Società Incorporante a norma dell'art. 2504-bis del cod. civ. con effetto anche fiscale ai sensi dell'art. 172, comma 9, D.P.R. 22 dicembre 1986, n. 917. Coerentemente, il Piano di Mittel quale riveniente dalla Fusione, predisposto per il triennio 2012-2014, include gli effetti della Fusione a decorrere da tale data.

Ai fini della predisposizione del Piano, la società ha provveduto a redigere una situazione patrimoniale e finanziaria di apertura al 1 ottobre 2011 ("Situazione Patrimoniale Proforma") inclusiva degli effetti derivanti dalle Fusioni assumendo convenzionalmente che le stesse siano già realizzate a tale data. Tale Situazione Patrimoniale Proforma è stata predisposta come segue:

- redazione delle situazioni infra-annuali al 31 marzo 2011 delle Società partecipanti alla Fusione uniformi, utilizzando gli schemi e in conformità ai Principi Contabili Internazionali (IAS/IFRS) adottati dalla Società Incorporante;
- stima del conto economico e delle principali operazioni patrimoniali previste nel periodo 1 aprile 2011 - 30 settembre 2011 comprensiva degli effetti economici e finanziari derivanti dalle operazioni di acquisizione delle partecipazioni Tethys e Hopa propedeutiche alla fusione; escludendo per convenzione i possibili effetti valutativi derivanti da variazioni dei *fair value* delle attività finanziarie;
- aggregazione delle singole situazioni patrimoniali delle Società partecipanti alla fusione e rilevazione dei relativi effetti contabili imputando le differenze da annullamento e da concambio al patrimonio netto della Società Incorporante.

Le principali assunzioni ipotetiche sottostanti il Piano sono:

- realizzazione della scissione non proporzionale di Draco descritta nel paragrafo 1.2.2.;
- distribuzione di riserve da parte della controllata Earchimede nell'esercizio al 30/9/2012 per circa Euro 39 milioni, di cui Euro 33 milioni circa di competenza Mittel e destinazione delle stesse per ripagare parzialmente i debiti sorti a seguito della Fusione;
- capacità di Earchimede di far fronte agli impegni assunti nei confronti degli investimenti in O.I.C.R. e delle sue partecipate senza supporto finanziario da parte di Mittel;
- parziale cessione della partecipazione del 13,5% detenuta in Moncler S.p.A. da Brands Partner 2 S.p.A., società partecipata al 36% da Mittel Private Equity S.r.l. e al 48,8% dal Fondo mobiliare chiuso Progressio Investimenti, a loro volta partecipati da Mittel rispettivamente al 70% e al 13,5%. I flussi finanziari stimabili per Mittel a seguito della cessione sono di circa Euro 25 milioni (imputati in parte nell'esercizio al 30 settembre 2012 e in parte nell'esercizio successivo), sotto forma di distribuzione di dividendi da parte di Mittel Private Equity S.r.l. a Mittel e di ulteriori flussi positivi per circa Euro 4,8 milioni dal Fondo mobiliare chiuso Progressio Investimenti a Mittel;
- mantenimento in portafoglio nonché invarianza della valorizzazione rispetto ai valori iscritti al 31 marzo 2011 delle attività finanziarie detenute per la negoziazione e delle attività finanziarie disponibili per la vendita. Tale approccio è stato utilizzato sia per gli attivi patrimoniali di Mittel sia per gli attivi patrimoniali delle società partecipate;
- assenza di rettifiche di valore per deterioramento di crediti;
- rimborso parziale da parte della controllata Mittel Partecipazioni Stabili S.r.l. del finanziamento soci con liquidità riveniente dall'incasso di dividendi percepiti dalle partecipazioni di minoranza,



determinati sulla base di un *dividend per share* così come risultante dalle stime più aggiornate degli analisti;

- distribuzione da parte delle società direttamente controllate del dividendo massimo coerente con il mantenimento dell'equilibrio finanziario delle società medesime, in considerazione dei propri piani di sviluppo e degli impegni in essere;
- non distribuzione di dividendi da parte di Mittel, assunzione non significativa di una decisione di politica di dividendi bensì della volontà di ancorare tale decisione agli effettivi risultati futuri, inclusivi di eventuali cessioni di *asset*, che nel Piano non sono state ipotizzate.

Le sopra indicate assunzioni ipotetiche sottostanti al Piano, per loro natura, contengono elementi di incertezza e sono soggette a variazioni, anche significative, in caso di cambiamenti del contesto di mercato e dello scenario macro-economico. Tale circostanza assume particolare rilievo con riferimento all'assunzione ipotetica dell'invarianza della valorizzazione delle attività finanziarie quotate in un contesto di mercati finanziari caratterizzato da elevata volatilità.

Le ulteriori assunzioni ipotetiche di Piano sono dettagliate nel prosieguo, sotto le voci di rispettiva pertinenza.

### Proiezioni di Conto Economico di Mittel quale riveniente dalla Fusione

Tabella 1

<b>CONTO ECONOMICO</b>			
<i>(€min)</i>	30/09/2012	30/09/2013	30/09/2014
Margine di interesse	-1,42	-0,61	0,00
Commissioni nette	-0,48	-0,48	-0,48
Dividendi e proventi assimilati	16,41	24,98	13,76
Risultato netto dell'attività di negoziazione	0,00	0,00	0,00
Utile (perdita) da cessioni/riacquisto di attività/passività finanziarie	2,07	0,00	0,00
<b>Margine di intermediazione</b>	<b>16,58</b>	<b>23,88</b>	<b>13,27</b>
Rettifiche di valore nette per deterioramento di attività finanziarie	0,00	0,00	0,00
<b>Risultato netto della gestione finanziaria</b>	<b>16,58</b>	<b>23,88</b>	<b>13,27</b>
Spese amministrative			
a) spese per il personale	-4,37	-4,46	-4,55
b) altre spese amministrative	-3,84	-3,94	-4,04
Rettifiche/riprese di valore nette su attività materiali e immateriali	-0,23	-0,23	-0,23
Accantonamenti netti ai fondi per rischi ed oneri	0,00	0,00	0,00
Altri proventi ed oneri di gestione	0,80	0,81	0,82
<b>Risultato della gestione operativa</b>	<b>8,94</b>	<b>16,07</b>	<b>5,29</b>
Utile (perdite) da cessione di investimenti	0,00	0,00	-0,36
Rettifiche di valore dell'avviamento	0,00	0,00	0,00
<b>Utile (perdita) dell'attività corrente al lordo delle imposte</b>	<b>8,94</b>	<b>16,07</b>	<b>4,93</b>
Imposte sul reddito dell'esercizio dell'operatività corrente	-0,25	-0,34	-0,19
<b>Utile (perdita) dell'attività corrente al netto delle imposte</b>	<b>8,69</b>	<b>15,73</b>	<b>4,74</b>

**Il Margine di Interesse:** gli interessi attivi sono stati calcolati in funzione dei piani di incasso dei crediti e dei tassi desunti da condizioni contrattuali in essere sui crediti; ove tali condizioni prevedano tassi indicizzati, la stima di questi ultimi è stata basata sull'evoluzione prevista del tasso di riferimento. Gli interessi passivi riflettono l'andamento atteso del tasso Euribor maggiorato di un adeguato spread, in linea con quanto corrisposto da Mittel sulla sua attuale provvista, nonché le ipotesi di rimborso parziale del debito descritte nel paragrafo precedente.

Le **Commissioni Nette** riflettono le commissioni di gestione riconosciute ai fondi di *private equity* sottoscritti dalla società. Esse sono state calcolate coerentemente all'andamento prospettico del patrimonio gestito e al periodo residuo di investimento dei fondi medesimi.

I **Dividendi e Proventi assimilati** riflettono il flusso di dividendi attesi dalle società direttamente controllate. Per ciascuna di esse si è assunta l'ipotesi di distribuzione del dividendo massimo coerente con il mantenimento dell'equilibrio finanziario della società medesima, in considerazione del proprio piano di sviluppo e degli impegni in essere. Si osservi che il flusso di dividendi atteso per l'esercizio 2012 e 2013 beneficia della distribuzione di dividendi e riserve da Mittel Private Equity S.r.l. a seguito della cessione parziale della partecipazione in Moncler S.p.A., in corso di perfezionamento.

Gli **utili o perdite da cessione o riacquisto di attività finanziarie** riflettono in particolare l'operazione di dismissione già annunciata dal Fondo Progressio Investimenti, relativa alla partecipazione indiretta in Moncler S.p.A., più sopra citata, per la propria quota di pertinenza.

Il **Margine di Intermediazione** riflette l'andamento del Margine di Interesse, delle Commissioni Nette, di Dividendi e Proventi assimilati e degli Utili o Perdite da cessione o riacquisto di attività finanziarie.

In assenza di rettifiche di valore per deterioramento di attività finanziarie, le quali non sono prevedibili, il **Risultato Netto della Gestione Finanziaria** è analogo al Margine di Intermediazione.

Nell'ambito delle **Spese Amministrative**, le **Spese per il personale** assumono l'invarianza del numero medio di dipendenti di Mittel e Hopa nell'arco di vita del Piano (Tethys non ha dipendenti alla data attuale), con tassi di crescita delle remunerazioni allineati ai tassi di inflazione attesi. La medesima voce include anche i costi connessi agli organi societari di Mittel (ossia la remunerazione di Amministratori e Sindaci) ipotizzati costanti lungo la vita del Piano. Le **Altre Spese Amministrative** si incrementano in misura del tasso di inflazione atteso nell'arco di vita del Piano. Si stima che il risparmio di costi dovuto al venir meno degli organi di amministrazione e controllo delle società incorporate Tethys e Hopa nonché di alcuni risparmi di costi generali sia di circa Euro 0,8 milioni annui.

Le **rettifiche di valore dei beni immateriali e materiali**, rappresentate dagli ammortamenti, non subiscono variazioni nell'arco del Piano.

Gli **altri proventi ed oneri di gestione** sono stati stimati in lieve aumento.

Il **Risultato della Gestione Operativa** riflette il margine netto della gestione finanziaria, delle suddette componenti di costo e degli ammortamenti e accantonamenti a fondi diversi.

Gli **Utili/(Perdite) da cessione investimenti** riflettono esclusivamente l'esercizio dei diritti di opzione in essere su una partecipazione ai prezzi e nei tempi contrattualmente pattuiti, in quanto tale esercizio si ritiene ragionevolmente ipotizzabile. Si ribadisce che non sono state ipotizzate altre cessioni di partecipazioni nell'arco del Piano.

Le **Imposte sul Reddito** dell'esercizio riflettono un'aliquota fiscale forfettaria del 30% dell'imponibile al lordo dei dividendi e delle eventuali plusvalenze da cessione. Su queste ultime voci, ove applicabile, è stato utilizzato il regime della Participation Exemption (PEX) che prevede che il 5% delle stesse venga assoggettato ad una tassazione con aliquota IRES del 27,5%.



In assenza di componenti straordinarie, l'**Utile Netto** è il risultato della Gestione Operativa e degli Utili/(Perdite) da cessione investimenti, al netto dell'imposizione fiscale. Si evidenzia che le stime prudenziali di Piano non includono una componente aleatoria ma caratteristica nell'attività di holding finanziaria di investimento ossia l'utile/perdita riveniente dal disinvestimento di partecipazioni, fatta eccezione per quei casi, esigui in numero ed ammontare del disinvestimento, ove vi fossero in essere accordi di cessione già contrattualmente pattuiti.

**Proiezioni di Stato Patrimoniale di Mittel quale riveniente dalla Fusione**

**Tabella 2**

<b>STATO PATRIMONIALE</b>			
<b>ATTIVITA'</b>			
(€mln)	30/09/2012	30/09/2013	30/09/2014
<b>Totale crediti</b>	<b>138,244</b>	<b>127,468</b>	<b>120,890</b>
Attività finanziarie detenute per la negoziazione	-	-	-
Attività finanziarie valutate al fair value	-	-	-
<b>Totale attività finanziarie disponibili per la vendita</b>	<b>64,585</b>	<b>70,906</b>	<b>75,618</b>
<b>Totale partecipazioni</b>	<b>235,758</b>	<b>235,758</b>	<b>232,097</b>
Attività materiali	0,691	0,716	0,741
Attività immateriali	0,031	0,041	0,051
Attività fiscali	14,971	14,456	13,941
Altre attività	4,857	4,657	4,457
<b>Totale altre poste</b>	<b>20,549</b>	<b>19,869</b>	<b>19,189</b>
<b>TOTALE ATTIVO</b>	<b>459,136</b>	<b>454,001</b>	<b>447,794</b>
<b>PASSIVITA'</b>			
	30/09/2012	30/09/2013	30/09/2014
Debiti	107,650	89,797	79,539
Passività fiscali	0,084	0,084	0,084
Trattamento di fine rapporto di lavoro	0,842	0,842	0,842
Altre passività	15,148	12,033	11,343
Fondi per rischi ed oneri	0,758	0,758	0,758
<b>TOTALE PASSIVITA'</b>	<b>124,381</b>	<b>103,513</b>	<b>92,565</b>
<b>PATRIMONIO NETTO</b>	<b>334,754</b>	<b>350,487</b>	<b>355,228</b>
<b>TOTALE PASSIVO</b>	<b>459,136</b>	<b>454,001</b>	<b>447,794</b>

**Attivo patrimoniale**

I **Crediti** si riducono nell'arco del Piano prevalentemente a seguito dell'incasso di alcune posizioni creditizie in progressiva scadenza e del parziale rimborso di crediti da società controllate (principalmente Mittel Private Equity S.r.l.), nonché del parziale rimborso del finanziamento soci erogato a Mittel Partecipazioni Stabili S.r.l. in funzione delle disponibilità finanziarie della stessa.

Le **Attività finanziarie disponibili per la vendita** includono prevalentemente le partecipazioni di minoranza in società e le quote in O.I.C.R.. Per quanto concerne le partecipazioni di minoranza in società si è assunta l'invarianza della loro valorizzazione; eventuali dismissioni o acquisizioni di nuove partecipazioni sono state considerate solo in presenza di accordi di acquisto/vendita già siglati. Con riferimento alle quote di Fondi (O.I.C.R.), si è assunta la costanza della composizione e valorizzazione dei loro portafogli all'ultimo valore di carico al 31/3/2011, con la sola eccezione di quelle acquisizioni o dismissioni di partecipazioni che siano state già annunciate e di presumibile realizzo. Nei casi in cui vi sia capitale residuo "committed" e non ancora richiesto ai sottoscrittori, si è assunto il richiamo di tale capitale in modo uniforme negli anni di vita residua di investimento del fondo.

Le **Attività Materiali e Immateriali** segnano un modesto incremento quale risultanza dei nuovi investimenti al netto delle quote di ammortamento.

Le Altre Attività e le Attività Fiscali si assumono in leggera riduzione, queste ultime coerentemente all'ipotesi di utilizzo delle medesime, come indicato al paragrafo 3.3.

### Passivo Patrimoniale

I Debiti nell'esercizio 2012 si riducono in modo sostanziale rispetto alla situazione risultante dalla Fusione in quanto si prevede che le disponibilità liquide rivenienti dalla stimata distribuzione di riserve da parte della controllata Earchimede nell'esercizio al 30/9/2012 per circa Euro 39 milioni, di cui Euro 33 milioni circa di competenza Mittel, verranno utilizzate per ripagare parzialmente i debiti contratti a seguito della Fusione.

La variazione di Patrimonio Netto, in presenza di un capitale sociale pari al valore dallo stesso assunto post Fusione e di riserve invariate nell'arco del Piano, rispecchia l'andamento degli utili di esercizio.

### Proiezioni del Rendiconto Finanziario di Mittel quale riveniente dalla Fusione

Tabella 3

<b>Rendiconto Finanziario</b>			
(€mln)	30/09/2012	30/09/2013	30/09/2014
<b>A. Attività Operativa</b>			
<b>1. Gestione</b>			
Utile netto	8,69	15,73	4,74
Variazione fondi	0,00	0,00	0,00
Rettifiche/riprese di valore nette su attività materiali / immateriali	0,23	0,23	0,23
Imposte e tasse non liquidate	0,52	0,52	0,52
<b>Totale Liquidità da Gestione</b>	<b>9,43</b>	<b>16,47</b>	<b>5,48</b>
<b>2. Liquidità Generata / Assorbita da Attività Finanziarie</b>			
Variazione attività finanziarie detenute per la negoziazione	0,00	0,00	0,00
Variazione attività finanziarie valutate al fair value	0,00	0,00	0,00
Variazione attività finanziarie disponibili per la vendita	-5,50	-6,32	-4,71
Variazione partecipazioni	33,20	0,00	3,66
Variazione crediti	5,96	10,78	6,58
Variazione altre attività	0,20	0,20	0,20
<b>Totale Liquidità Generata / Assorbita da Attività Finanziarie</b>	<b>33,87</b>	<b>4,66</b>	<b>5,73</b>
<b>3. Liquidità Generata / Assorbita da Passività Finanziarie</b>			
Variazione debiti verso banche ed enti finanziari	-39,93	-17,75	-10,26
Variazione debiti verso la clientela	0,00	0,00	0,00
Variazione altre passività	-3,12	-3,12	-0,69
<b>Totale Liquidità Generata / Assorbita da Passività Finanziarie</b>	<b>-43,04</b>	<b>-20,87</b>	<b>-10,95</b>
<b>Totale Liquidità Generata / Assorbita da Attività Operativa</b>	<b>0,26</b>	<b>0,26</b>	<b>0,26</b>
<b>B. Attività di Investimento</b>			
<b>1. Liquidità Generata da</b>			
Vendite di attività materiali	0,00	0,00	0,00
<b>Totale Liquidità Generata da Investimenti</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>
<b>2. Liquidità Assorbita da</b>			
Acquisti di attività materiali	-0,17	-0,17	-0,17
Acquisti di attività immateriali	-0,09	-0,09	-0,09
Acquisti di rami d'azienda	0,00	0,00	0,00
<b>Totale Liquidità Assorbita da Investimenti</b>	<b>-0,26</b>	<b>-0,26</b>	<b>-0,26</b>
<b>Totale Liquidità Generata / Assorbita da Attività di Investimento</b>	<b>-0,26</b>	<b>-0,26</b>	<b>-0,26</b>
<b>Totale Liquidità Generata / Assorbita da Attività di Provvista</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>
<b>Flusso di cassa</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>
<b>Riconciliazione</b>			
Cassa e disponibilità liquide all'inizio dell'esercizio	0,002	0,002	0,002
Liquidità totale generata / (assorbita) nell'esercizio	0,000	0,000	0,000
<b>Cassa e disponibilità liquide alla fine dell'esercizio</b>	<b>0,002</b>	<b>0,002</b>	<b>0,002</b>

In tutti gli esercizi considerati dal Piano, Mittel genera un flusso di risorse positivo a livello gestionale. Tali risorse, associate al flusso di cassa riveniente dalla riduzione dei crediti a breve, sono solo parzialmente assorbite dall'incremento delle attività finanziarie disponibili per la vendita. Queste ultime, a loro volta,

sono principalmente rappresentate dalla stima dei richiami di capitali "committed" da parte dei Fondi di *private equity* partecipati, nei limiti temporali previsti dai regolamenti dei fondi medesimi.

Le risorse nette generate dalla Gestione dell'attività operativa e dalla riduzione delle Attività Finanziarie<sup>1</sup> viene impegnata nel finanziamento degli investimenti materiali ed immateriali, di importo molto contenuto nei tre anni di Piano, e, per la parte rimanente, nella riduzione dell'indebitamento. Ne consegue che le disponibilità di cassa risultano invariate nell'arco di vita del Piano.

Si osservi che in tutti gli esercizi del Piano, la liquidità netta generata dalla Gestione e dalle Attività Finanziarie si prospetta ampiamente positiva, permettendo una cospicua riduzione dell'indebitamento bancario pari, nei tre anni di Piano, a Euro 68 milioni che andranno a ridurre i debiti complessivamente contratti con la Fusione, pari a circa Euro 103 milioni.

Nei tre esercizi considerati non si è assunta alcuna distribuzione di dividendi. Tale ipotesi non vuole essere indicativa di alcuna scelta in tema di politica di dividendi. Essa andrà valutata alla luce degli effettivi risultati futuri, inclusivi di eventuali cessioni di *asset*, che nel Piano non sono state ipotizzate (con le limitate eccezioni più sopra espresse).

Si osservi tuttavia che qualora si decidesse di distribuire la totalità delle risorse finanziarie generate dalla Gestione Operativa (somma della voce A1 nei 3 esercizi – tabella 3), pari a Euro 31 milioni, il monte dividendi ammonterebbe a circa Euro 10 milioni annui, che si confrontano agli Euro 7 milioni di riserve distribuite relative all'esercizio al 30/9/2010 e agli Euro 10 milioni circa di dividendi distribuiti relativamente all'esercizio al 30/9/2009. In tale fattispecie, i debiti verrebbero rimborsati solo con le risorse generate dalla liquidità derivante dallo smobilizzo delle attività finanziarie, al netto della liquidità assorbita dalla variazione di altre passività.

La **Posizione Finanziaria Netta** prospettica di Mittel post Fusione all'1/10/2011 (misurata con il criterio adottato nella redazione del bilancio e delle situazioni intermedie redatte dalla Società), negativa per circa Euro 3,3 milioni, evidenzia un peggioramento rispetto alla situazione stimata al 30/9/2011 ante Fusione, positiva per circa Euro 8,2 milioni (tabella 4). Si evidenzia che la proiezione della Posizione Finanziaria Netta di Mittel ante Fusione al 30/9/2011 già tiene conto dell'impatto derivante dall'acquisizione della partecipazione del 49,33% del capitale sociale di Tethys, per un corrispettivo pari ad Euro 36 milioni. L'incremento di indebitamento per Euro 68,5 milioni che si verifica tra la situazione pre Fusione al 30/9/2011 e quella proforma post Fusione all'1/10/2011 riflette principalmente l'inclusione del debito bancario di Tethys, per stimati Euro 29,8 milioni, e l'esercizio delle opzioni call su azioni Tethys e azioni Hopa per circa Euro 37,5 milioni.

L'incidenza dei **Debiti Totali** sul **Patrimonio Netto** subisce un peggioramento temporaneo in quanto si accresce dal 33,1% circa, stimato ante Fusione al 30/9/2011, al 45,2% circa atteso post Fusione all'1/10/2011. Tuttavia tale indice, per effetto delle previsioni di Piano sopra illustrate, viene stimato in netto miglioramento già al termine del primo esercizio post Fusione al 30/9/2012 (32,1%) e si riduce ulteriormente fino al raggiungimento di livelli significativamente inferiori al dato di partenza. Sulla base delle ipotesi considerate, infine, il raffronto tra il livello del **rapporto Debito / PN** (*gearing*) prima dell'acquisizione della maggioranza di Tethys (25,8% al 31/3/2011) e il medesimo parametro stimato al

---

<sup>1</sup> Tabella 3 - voci A.1 e A.2 dello schema di Rendiconto Finanziario.



termine del Piano (22,4%) dimostra un sostanziale mantenimento del livello di equilibrio patrimoniale di Mittel anche all'esito della Fusione.

Tabella 4

POSIZIONE FINANZIARIA NETTA: (€ mln)	ANTE FUSIONE			POST FUSIONE			
	31/03/2011	30/9/2011 stimato	Impatto Fusione	01/10/2011 situazione iniziale	30/09/2012	30/09/2013	30/09/2014
Cassa e disponibilità liquide	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Altre disponibilità liquide	1,9	5,4	-5,4	0,0	0,0	0,0	0,0
Altri titoli detenuti per la negoziazione	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Liquidità corrente</b>	<b>1,9</b>	<b>5,4</b>	<b>-5,4</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>
<b>Crediti finanziari correnti</b>	<b>101,8</b>	<b>81,9</b>	<b>62,3</b>	<b>144,2</b>	<b>138,2</b>	<b>127,5</b>	<b>120,9</b>
<b>Indebitamento Finanziario Corrente</b>	<b>61,2</b>	<b>79,0</b>	<b>68,5</b>	<b>147,5</b>	<b>107,6</b>	<b>89,8</b>	<b>79,6</b>
<b>PFN</b>	<b>42,6</b>	<b>8,2</b>	<b>-11,5</b>	<b>-3,3</b>	<b>30,7</b>	<b>37,7</b>	<b>41,4</b>
<b>Patrimonio Netto (PN)</b>	<b>237,0</b>	<b>238,6</b>	<b>87,5</b>	<b>326,1</b>	<b>334,8</b>	<b>350,5</b>	<b>355,2</b>
<b>Debito/PN</b>	<b>25,8%</b>	<b>33,1%</b>		<b>46,2%</b>	<b>32,1%</b>	<b>25,6%</b>	<b>22,4%</b>

### Conclusioni

In conclusione, l'analisi del Piano consente di ritenere ragionevolmente che Mittel, durante il lasso di tempo considerato, sia in grado di generare un flusso netto positivo di risorse finanziarie tale da ridurre il rapporto tra Debito e Patrimonio Netto da un iniziale 45,2% stimato alla data di efficacia della Fusione (1/10/2011) sino al 22,4% stimato al termine dell'orizzonte di Piano (2014), con un profilo di miglioramento progressivo ed evidente sin dal primo esercizio (2012).

Tale conclusione è supportata in modo sostanziale dalla immediata disponibilità di risorse liquide presenti nelle Società incorporate e nelle partecipate e dalla maggiore efficacia che la Capogruppo Mittel potrà dispiegare nel perseguimento degli obiettivi di Piano, grazie alla semplificazione organizzativa e alla razionalizzazione strutturale conseguite con le Fusioni.

Sulla base di queste premesse l'indebitamento finanziario gravante su Mittel successivamente alla Fusione è da ritenersi sostenibile.

## **3.4. Riflessi tributari della Fusione su Mittel, Tethys e Hopa**

### **3.4.1. Neutralità fiscale**

La fusione è un'operazione fiscalmente neutrale ai fini dell'imposizione diretta; infatti, ai sensi dell'art. 172 del d.p.r. 22 dicembre 1986, n. 917, la fusione non dà luogo all'emersione di componenti positive o negative di reddito imponibile in capo ai soggetti partecipanti (incorporata, incorporante ed anche azionisti).

Pertanto, in capo alle incorporande Tethys e Hopa, il trasferimento del proprio patrimonio all'incorporante Mittel non darà luogo al realizzo delle plusvalenze o minusvalenze latenti nelle attività e passività trasferite ivi incluso l'eventuale avviamento.

Simmetricamente, i beni ricevuti dall'incorporante Mittel saranno da questa assunti al medesimo valore fiscale che avevano in capo alle incorporande, in base al cd. principio di continuità dei "valori fiscali riconosciuti", salva la possibilità di ottenere, per talune tipologie di beni, il riconoscimento fiscale degli eventuali maggiori valori iscritti in bilancio a seguito dell'operazione di fusione mediante il pagamento

dell'imposta sostitutiva di cui all'art. 176, comma 2-ter, d.p.r. n. 917/86, richiamato dall'art. 172, comma 10-bis, del medesimo decreto ovvero di cui all'art. 15, comma 10, D.Lgs. 29 novembre 2008, n. 185.

Inoltre, l'eventuale cambio delle azioni dell'incorporanda Hopa con azioni dell'incorporante Mittel non costituirà per i soci delle prime realizzo di proventi o perdite, comportando una mera sostituzione dei titoli dell'incorporata con quelli dell'incorporante. In concreto, il valore fiscalmente riconosciuto della partecipazione detenuta nell'incorporanda si trasferirà sulle azioni dell'incorporante ricevute in cambio.

#### **3.4.2. Differenze di fusione e aumento del Capitale Sociale a servizio della Fusione**

La differenza positiva tra il valore complessivo del patrimonio aziendale acquisito, come iscritto nel bilancio della società acquirente, e il patrimonio netto della società acquisita non è riconosciuto fiscalmente, tranne nell'ipotesi in cui, limitatamente alla differenza iscritta su taluni beni, la società incorporante proceda all'affrancamento di tale differenza mediante il pagamento dell'imposta sostitutiva di cui all'art. 176, comma 2-ter, d.p.r. n. 917/86, richiamato dall'art. 172, comma 10-bis, del medesimo decreto ovvero di cui all'art. 15, comma 10, D.Lgs. 29 novembre 2008, n. 185.

Pertanto le eventuali differenze positive iscritte nel bilancio di Mittel per effetto e a seguito delle operazioni di fusione in parola non saranno riconosciute fiscalmente, salvo l'affrancamento di tali differenze mediante il pagamento della predetta imposta sostitutiva, nei limiti delle disposizioni previste dalle norme citate.

Inoltre, ai sensi dell'art. 172, comma 6, d.p.r. n. 917/86, all'aumento del capitale sociale a servizio della fusione e all'eventuale differenza di fusione iscritta fra le poste del patrimonio netto, che eccedono l'eventuale ricostituzione e attribuzione delle riserve in sospensione d'imposta, si applicherà il regime fiscale del capitale e delle riserve della società incorporata o fusa, diverse da quelle già attribuite o ricostituite, che hanno proporzionalmente concorso alla sua formazione. Si considerano non concorrenti alla formazione dell'eventuale differenza di fusione iscritta fra le poste del patrimonio netto il capitale e le riserve di capitale fino a concorrenza del valore della partecipazione annullata.

#### **3.4.3. Trattamento delle perdite fiscali**

Le eventuali perdite fiscali delle società partecipanti alla fusione, compresa la società incorporante, saranno riportabili in diminuzione del reddito di quest'ultima, successivamente alla data di efficacia della fusione, nei limiti ed alle condizioni previste dall'art. 172, comma 7, del d.p.r. n. 917/86.

Tale disposizione, come chiarito dall'Agenzia delle entrate (circ. 9 marzo 2010, n. 9/E), non si applica per le società partecipanti ad un consolidato fiscale, che sono interessate da una operazione di fusione, alle eventuali perdite fiscali maturate in costanza di consolidato, ma solo a quelle realizzate in esercizi anteriori all'ingresso nella tassazione di Gruppo.

Inoltre, le perdite fiscali maturate in capo alle società incorporate prima della fusione in parola e riportabili, per effetto della fusione, in capo alla società incorporante nei limiti ed alle condizioni di cui al predetto art. 172, comma 7, d.p.r. n. 917/86, non potranno essere trasferite all'eventuale consolidato fiscale dell'incorporante, ma dovranno essere utilizzate esclusivamente da tale ultima società in diminuzione dei propri redditi dei periodi d'imposta successivi.

#### **3.4.4. Consolidato Fiscale**



La fusione di Tethys e Hopa non comporterà, ai sensi dell'art. 11 del d.m. 9 giugno 2004, l'interruzione del regime del consolidato fiscale in essere fra l'incorporante Mittel e alcune delle sue partecipate, permanendo tra l'incorporante e le proprie consolidate il rapporto di controllo richiesto per l'esercizio dell'opzione per la tassazione di Gruppo.

Viceversa la fusione di Hopa in Mittel comporterà l'interruzione del regime del consolidato fiscale in essere fra l'incorporanda Hopa, in qualità di consolidante, e alcune delle sue partecipate.

Al riguardo va specificato che, in assenza di identità di esercizio sociale fra le società partecipanti al consolidato fiscale di Mittel (che chiudono l'esercizio sociale al 30 settembre) e quelle partecipanti al consolidato fiscale di Hopa (che, invece, chiudono l'esercizio sociale al 31 dicembre), non sarà possibile presentare istanza di interpello ai sensi dell'art. 124, comma 5, d.p.r. n. 917/86 per includere nel consolidato fiscale di Mittel, senza soluzione di continuità, le società attualmente appartenenti al consolidato fiscale di Hopa.

Conseguentemente, per effetto della fusione di Hopa in Mittel, il consolidato fiscale in essere fra Hopa e le sue consolidate si interromperà con decorrenza dall'inizio dell'esercizio nel corso del quale si perfezionerà la fusione in parola e, quindi, a decorrere dal 1° gennaio 2011.

#### **3.4.5. Decorrenza degli effetti**

Ai fini delle imposte sui redditi gli effetti della fusione di Tethys e Hopa in Mittel decorreranno, ai sensi dell'art. 172, comma 9, d.p.r. n. 917/86, dal 1° ottobre 2011, così come gli effetti contabili.

Conseguentemente, le incorporande Tethys e Hopa dovranno determinare il proprio reddito separatamente da quello conseguito dall'incorporante Mittel relativamente alla frazione dell'esercizio intercorrente tra il 1° gennaio 2011 e la data in cui ha effetto da un punto di vista fiscale la fusione.

Inoltre, a partire dal 1° ottobre 2011, Mittel, in qualità di società incorporante, subentrerà in tutti gli obblighi e diritti tributari delle società incorporande Tethys e Hopa.

#### **3.4.6. Imposte Indirette**

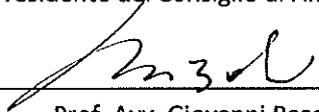
La fusione costituisce operazione esclusa dall'ambito applicativo dell'imposta sul valore aggiunto ai sensi dell'art. 2, comma 3, lett. f), del d.p.r. n. 26 ottobre 1972, n. 633. Secondo tale norma, infatti, non sono considerate cessioni rilevanti ai fini I.V.A. i passaggi di beni in dipendenza di fusioni di società.

Inoltre, l'atto di fusione è soggetto ad imposta di registro nella misura fissa di Euro 168,00 ai sensi dell'art. 4, lettera b) della parte prima della tariffa allegata al d.p.r. 26 aprile 1986, n. 131 e successive modificazioni, ed eventualmente alle imposte ipotecarie e catastali nella misura fissa di Euro 168,00 rispettivamente ai sensi dell'art. 4 della tariffa allegata al D.Lgs. 31 ottobre 1990, n. 347 e dell'art. 10, comma 2, del medesimo decreto.

\*\*\*

26 luglio 2011

per il Consiglio di Amministrazione  
Il Presidente del Consiglio di Amministrazione

  
Prof. Avv. Giovanni Bazoli