



**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*

### 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*

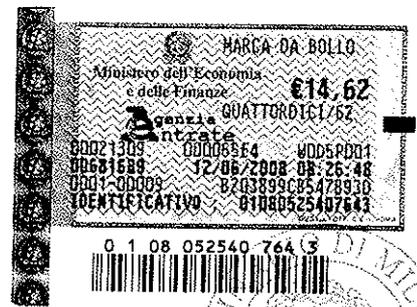
### 5.2 Sintesi della valutazione con il metodo di base.

## **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%<sup>1</sup> 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

---

<sup>1</sup> 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 prescindia 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 prescindia 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:



- 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 advisoy;
- la due dilgence 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").

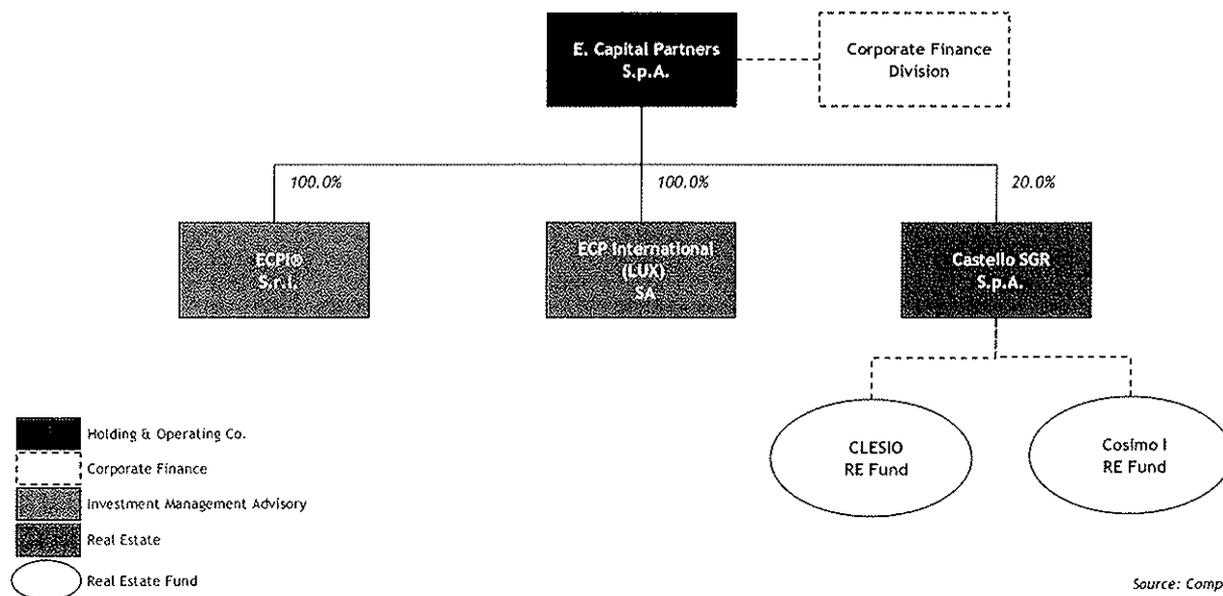
Nel 2006 viene deciso di separare le due macro aree di attività tramite lo scorporo delle attività IMA in una società di nuova costituzione, ECPI Srl, per meglio riuscire a contribuire allo sviluppo di entrambe.

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:



*Handwritten signature*

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%
<b>Totale</b>	<b>1,591,540.00</b>	<b>159,154</b>	<b>100.000%</b>

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%
<b>TOTALE</b>	<b>159.154,00</b>	<b>1.591.540,00</b>	<b>100,000%</b>

### 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:

- Investment Management Advisory;
- Corporate Finance Advisory;
- 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

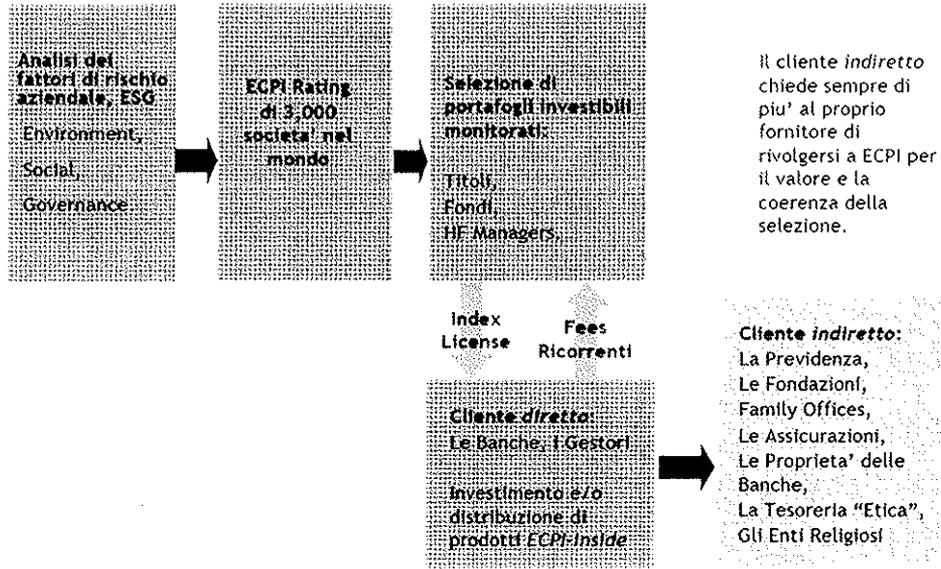


*msu*

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.

*Handwritten signature*

## 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.



*MW*

## 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 ECPI.

#### **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:**

*MAU*

- 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.

*WZU*

### 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

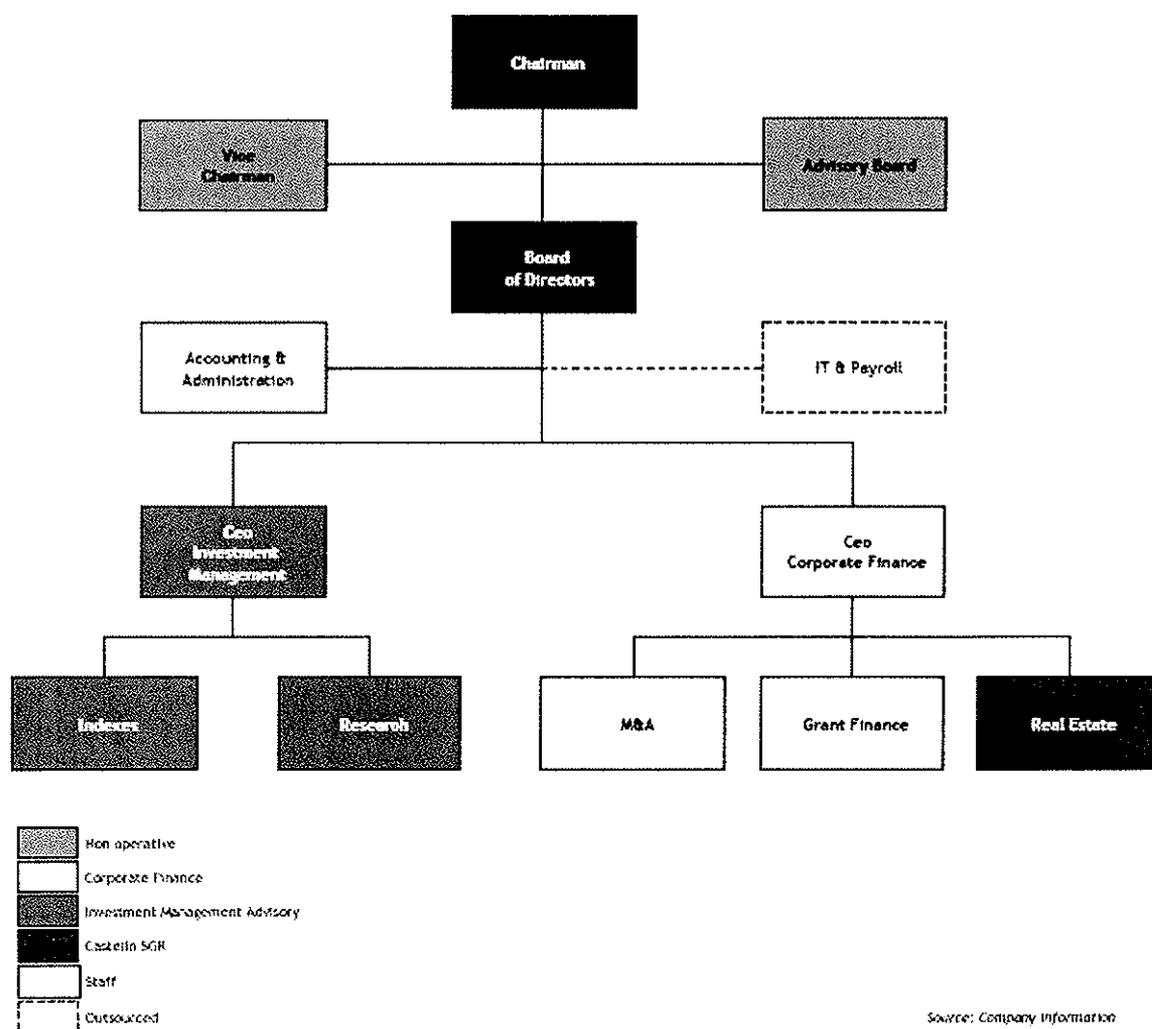
La strategia pianificata nel business del Private Equity è incentrata sulla raccolta e gestione di un nuovo fondo di private equity con un obiettivo di raccolta di € 50 milioni e focus su investimenti in società legate agli impatti dei cambiamenti climatici del pianeta sui business delle società.



*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

*WBA*

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 di 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:

- o la stessa E. Capital Partners S.p.A (CFA);
- o 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;
- o la nuova unità di gestione di fondi di Private Equity che diverrà attiva entro il 2009;
- o 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 etica 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;

*MM*

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.



*MAR*

▪ 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 SGR (dividends only)	-	-	-	40	80	109	334	194
Private Equity	-	-	-	-	650	1,300	1,300	2,300
<b>Revenues</b>	<b>4,777</b>	<b>8,860</b>	<b>11,938</b>	<b>16,384</b>	<b>19,592</b>	<b>22,163</b>	<b>24,155</b>	<b>26,075</b>
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
<b>EBITDAB</b>	<b>1,776</b>	<b>5,295</b>	<b>6,757</b>	<b>8,942</b>	<b>11,825</b>	<b>13,648</b>	<b>15,091</b>	<b>16,727</b>
Staff Bonus	23	20	35	51	71	85	89	93
Professionals Bonus	215	412	377	674	918	1,042	1,174	1,273
<b>EBITDA</b>	<b>1,538</b>	<b>4,863</b>	<b>6,344</b>	<b>8,218</b>	<b>10,835</b>	<b>12,521</b>	<b>13,828</b>	<b>15,361</b>
Amortizations & Depreciations	134	207	259	331	497	475	535	594
<b>EBIT</b>	<b>1,404</b>	<b>4,656</b>	<b>6,085</b>	<b>7,886</b>	<b>10,338</b>	<b>12,046</b>	<b>13,293</b>	<b>14,767</b>
Net Interests	56	7	(60)	(77)	(106)	(183)	(282)	(392)
Net Extraordinary Items	29	56	0	0	0	0	0	0
<b>EBT</b>	<b>1,319</b>	<b>4,593</b>	<b>6,145</b>	<b>7,964</b>	<b>10,444</b>	<b>12,229</b>	<b>13,575</b>	<b>15,159</b>
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
<b>Net Profit</b>	<b>73</b>	<b>342</b>	<b>4,296</b>	<b>3,888</b>	<b>5,086</b>	<b>5,991</b>	<b>6,662</b>	<b>7,462</b>
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
<b>EBITDA</b>		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	-	-	-	-	-	-
<b>Operating Cash Flow</b>		<b>6,950</b>	<b>4,027</b>	<b>6,470</b>	<b>8,425</b>	<b>9,634</b>	<b>10,576</b>	<b>11,720</b>
Capital Expenditures		(320)	(250)	(250)	(750)	(250)	(250)	(250)
Investments		-	(480)	(350)	(850)	-	-	-
<b>Free Cash Flow</b>		<b>6,630</b>	<b>3,297</b>	<b>5,870</b>	<b>6,825</b>	<b>9,384</b>	<b>10,326</b>	<b>11,470</b>
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)	-	-	-	-
<b>Net Cash Flow</b>		<b>3,021</b>	<b>2,557</b>	<b>(240)</b>	<b>4,046</b>	<b>6,233</b>	<b>6,926</b>	<b>7,772</b>
Net Debt / (Net Cash) B-o-Y		299	(2,722)	(5,279)	(5,039)	(9,085)	(15,318)	(22,244)
<b>Net Cash Flow</b>		<b>(3,021)</b>	<b>(2,557)</b>	<b>240</b>	<b>(4,046)</b>	<b>(6,233)</b>	<b>(6,926)</b>	<b>(7,772)</b>
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%

*msw*

▪ Consolidated Historical and Projected Balance Sheets

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

Consolidated Balance Sheet								
EUR /000	2005A	2006A	2007E	2008F	2009F	2010F	2011F	2012F
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
<b>Net Fixed Assets</b>	<b>187</b>	<b>1,123</b>	<b>1,654</b>	<b>2,004</b>	<b>3,205</b>	<b>3,091</b>	<b>2,927</b>	<b>2,713</b>
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)
<b>Net Working Capital</b>	<b>778</b>	<b>(1,806)</b>	<b>(597)</b>	<b>(819)</b>	<b>(980)</b>	<b>(1,108)</b>	<b>(1,208)</b>	<b>(1,304)</b>
Staff Leaving Indemnities	(31)	(67)	(67)	(67)	(67)	(67)	(67)	(67)
Other Provisions	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>Net Capital Employed</b>	<b>934</b>	<b>(750)</b>	<b>990</b>	<b>1,118</b>	<b>2,158</b>	<b>1,916</b>	<b>1,652</b>	<b>1,342</b>
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
<b>Shareholders' Funds</b>	<b>635</b>	<b>1,972</b>	<b>6,268</b>	<b>6,157</b>	<b>11,243</b>	<b>17,234</b>	<b>23,896</b>	<b>31,358</b>
<b>Net Debt/ (Net Cash)</b>	<b>299</b>	<b>(2,722)</b>	<b>(5,279)</b>	<b>(5,039)</b>	<b>(9,085)</b>	<b>(15,318)</b>	<b>(22,244)</b>	<b>(30,016)</b>
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	2006A	2007E	2008F	2009F	2010F	2011F	2012F
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	483	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
<b>Existing Business</b>	<b>1,515</b>	<b>4,545</b>	<b>8,311</b>	<b>11,274</b>	<b>11,665</b>	<b>11,957</b>	<b>12,513</b>	<b>13,004</b>
"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
<b>New Business/ Evolution</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>403</b>	<b>1,430</b>	<b>2,195</b>	<b>2,960</b>	<b>3,100</b>
<b>Revenues</b>	<b>1,515</b>	<b>4,545</b>	<b>8,311</b>	<b>11,676</b>	<b>13,095</b>	<b>14,152</b>	<b>15,473</b>	<b>16,104</b>
ECPI®	1,515	4,545	2,385	1,699	2,539	2,779	3,019	3,259
ECP IIITL	-	-	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
<b>EBITDAB</b>	<b>132</b>	<b>3,023</b>	<b>5,168</b>	<b>6,794</b>	<b>8,651</b>	<b>9,613</b>	<b>10,935</b>	<b>11,566</b>
Staff Bonus	12	10	18	32	38	41	43	45
Professionals Bonus	49	121	96	132	160	174	189	204
<b>EBITDA</b>	<b>72</b>	<b>2,892</b>	<b>5,055</b>	<b>6,630</b>	<b>8,453</b>	<b>9,399</b>	<b>10,703</b>	<b>11,317</b>
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%



*msm*

▪ *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
<b>Existing Business</b>	<b>3,262</b>	<b>4,315</b>	<b>3,627</b>	<b>4,518</b>	<b>5,141</b>	<b>5,677</b>	<b>6,123</b>	<b>6,552</b>
"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
<b>New Business/ Evolution</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>150</b>	<b>625</b>	<b>925</b>	<b>925</b>	<b>925</b>
<b>Revenues</b>	<b>3,262</b>	<b>4,315</b>	<b>3,627</b>	<b>4,668</b>	<b>5,766</b>	<b>6,602</b>	<b>7,048</b>	<b>7,477</b>
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
<b>EBITDAB</b>	<b>1,644</b>	<b>2,272</b>	<b>1,588</b>	<b>2,108</b>	<b>2,840</b>	<b>3,461</b>	<b>3,690</b>	<b>3,899</b>
Staff Bonus	12	10	18	18	23	24	25	26
Professionals Bonus	166	291	281	542	730	807	884	962
<b>EBITDA</b>	<b>1,466</b>	<b>1,971</b>	<b>1,289</b>	<b>1,547</b>	<b>2,087</b>	<b>2,630</b>	<b>2,781</b>	<b>2,912</b>
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%

*MMU*

▪ *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
Clesio Fund	990	1,238	2,100	3,225	1,262	-
Cosimo Fund	0	319	450	563	675	675
<b>Existing Business</b>	<b>990</b>	<b>1,557</b>	<b>2,550</b>	<b>3,788</b>	<b>1,937</b>	<b>675</b>
Lease Back Fund	-	700	780	1,014	1,217	1,338
New Funds	-	616	960	1,553	2,325	3,075
<b>New Business/ Evolution</b>	<b>-</b>	<b>1,316</b>	<b>1,740</b>	<b>2,567</b>	<b>3,542</b>	<b>4,413</b>
<b>Fees</b>	<b>990</b>	<b>2,872</b>	<b>4,290</b>	<b>6,355</b>	<b>5,479</b>	<b>5,088</b>
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
<b>EBITDAB</b>	<b>506</b>	<b>717</b>	<b>1,114</b>	<b>2,778</b>	<b>1,777</b>	<b>1,033</b>
Staff Bonus	-	90	97	106	108	110
Professionals Bonus	-	77	144	154	164	174
<b>EBITDA</b>	<b>506</b>	<b>550</b>	<b>873</b>	<b>2,518</b>	<b>1,505</b>	<b>749</b>
Amortizations & Depreciations	5	10	15	20	25	25
<b>EBIT</b>	<b>501</b>	<b>540</b>	<b>858</b>	<b>2,498</b>	<b>1,480</b>	<b>724</b>
Net Interests	(40)	(39)	(41)	(51)	(54)	(46)
Net Extraordinary Items	308	-	-	-	-	-
<b>EBT</b>	<b>233</b>	<b>579</b>	<b>900</b>	<b>2,549</b>	<b>1,534</b>	<b>770</b>
Taxation	30	176	353	877	562	328
<b>Net Profit</b>	<b>203</b>	<b>403</b>	<b>547</b>	<b>1,671</b>	<b>972</b>	<b>442</b>
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%

*mtm*

▪ *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
<b>Operating Cash Flow</b>	<b>455</b>	<b>369</b>	<b>541</b>	<b>1,650</b>	<b>1,028</b>	<b>497</b>
Capital Expenditures	(50)	(50)	(50)	(50)	(50)	(50)
<b>Free Cash Flow</b>	<b>405</b>	<b>319</b>	<b>491</b>	<b>1,600</b>	<b>978</b>	<b>447</b>
Net Interests	40	39	41	51	54	46
Net Extraordinary Items	(308)	-	-	-	-	-
Δ Shareholders' Funds	2,400	(203)	(403)	(547)	(1,671)	(972)
<b>Net Cash Flow</b>	<b>2,537</b>	<b>155</b>	<b>129</b>	<b>1,104</b>	<b>(639)</b>	<b>(479)</b>
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%

*msd*

▪ 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	-	-	-	-	-	-
<b>Net Fixed Assets</b>	<b>45</b>	<b>85</b>	<b>120</b>	<b>150</b>	<b>175</b>	<b>200</b>
Trade Receivables	74	215	322	477	411	382
Trade Payables	(49)	(144)	(215)	(318)	(274)	(254)
Other Net Assets/ (Liabilities)	-	-	-	-	-	-
<b>Net Working Capital</b>	<b>25</b>	<b>72</b>	<b>107</b>	<b>159</b>	<b>137</b>	<b>127</b>
Staff Leaving Indemnities	(4)	(46)	(102)	(163)	(226)	(293)
Other Provisions	-	-	-	-	-	-
<b>Net Capital Employed</b>	<b>66</b>	<b>111</b>	<b>125</b>	<b>146</b>	<b>86</b>	<b>34</b>
Share Capital	2,400	2,400	2,400	2,400	2,400	2,400
Reserves	-	-	-	-	-	-
Net Profit	203	403	547	1,671	972	442
<b>Shareholders' Funds</b>	<b>2,603</b>	<b>2,803</b>	<b>2,947</b>	<b>4,071</b>	<b>3,372</b>	<b>2,842</b>
<b>Net Debt/ (Net Cash)</b>	<b>(2,537)</b>	<b>(2,692)</b>	<b>(2,821)</b>	<b>(3,925)</b>	<b>(3,286)</b>	<b>(2,807)</b>
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%



*MAU*

▪ *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
<b>Revenues</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>650</b>	<b>1,300</b>	<b>1,300</b>	<b>2,300</b>
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
<b>EBITDA</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>215</b>	<b>383</b>	<b>10</b>	<b>938</b>
<i>Revenues Growth %</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	100.0%	0.0%	76.9%
<i>EBITDA Margin %</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	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 .

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



*MMAU*

Management 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	ECPI 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 Management del Gruppo ha rappresentato che l'uscita anticipata dal contratto costituirebbe



*WAW*

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

*Handwritten signature*

### 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	Previato 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 Perrucci	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;

*Il 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.

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:

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

#### 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



*Handwritten signature or initials.*

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

*M. Scel*

- 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

*MSW*

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 Reddituale 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 Reddituale 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:

$$W = \sum_1^n R_t \times v^t + V_t \times v^t$$

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 anzichè 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 Partensrs. 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.

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

*WSE*

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

Dove:

$r_f$  = rendimento di investimenti privi di rischio;

$r_m$  = rendimento atteso dell'indice di mercato azionario

$\beta$  = coefficiente di volatilità

$\pi$  = tasso di inflazione;

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

<b>Rf</b>	4,90%
<b><math>\beta</math></b>	1
<b>P</b>	5,70%
<b><math>\pi</math></b>	2,7%
<b>Ke1</b>	7,69%
<b>LoM</b>	20%
<b>Ke</b>	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 ( $\beta$ )*

Il rischio specifico  $\beta$  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  $\beta$  pari ad 1; i titoli con  $\beta$  maggiore di 1 tendono ad amplificare i movimenti globali del mercato, presentando dunque livelli di rischio più elevati; al contrario valori di



UNBWA

$\beta$  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 similari 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

*MMAU*

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

\* \* \*

*WSP*

## 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
<b>EBITDA</b>	<b>8.218</b>	<b>10.835</b>	<b>12.521</b>
<i>EBITDA Cash Conversion %</i>	100,0%	100,0%	100,0%
Taxation	(1.907)	(2.503)	(2.946)
Δ Net Working Capital	140	62	18
Δ Provisions	0	0	0
<b>Operating Cash Flow</b>	<b>6.451</b>	<b>8.395</b>	<b>9.593</b>
<i>EBITDA Cash Conversion %</i>	78,5%	77,5%	76,6%
Capital Expenditures	(250)	(750)	(250)
Investments	(350)	(850)	0
<b>Free Cash Flow</b>	<b>5.851</b>	<b>6.795</b>	<b>9.343</b>
<i>EBITDA Cash Conversion %</i>	71,2%	62,7%	74,6%
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
<b>Net Cash Flow</b>	<b>3.740</b>	<b>4.015</b>	<b>6.192</b>

➤ 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
			<b>VALORE</b>	<b>51.233,95</b>

Valori in migliaia

\* \* \*



*Cassini*

## 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**

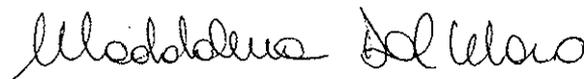
*Alla luce delle considerazioni esposte nella presente relazione, il valore stimato dell'intera partecipazione in E. Capital Partners Spa, oggetto di conferimento per il 50,001%, risulta compreso tra un minimo di euro 51.233.950,00 (Caso conservativo) ed un massimo di euro 56.334.200,00 di euro (Caso 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 GIUNGO 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 1

METODO REDDITUALE - CONSOLIDATO

	2008	2009	2010	MEDIA
REDDITO NORMALIZZATO	3.862,12	5.037,70	6.138,97	5.012,93

VALORE SINTETICO 54.306,73

	1	2	3	TV
REDDITO NORMALIZZATO	3.862,12	5.037,70	6.138,97	5.012,93
REDDITO NOR. ATTUALIZ.	3.535,74	4.222,23	4.710,43	54.306,73
		12.468,40		41.669,54
VALORE ANALITICO				54.137,94

HP

Rf	4,90%
B	1
P	5,70%
IT	2,7%
Ke	7,69%
LoM	20%
Ke	9,23%

g sintetico 0,00%

g analitico 0,00%

W SINTETICO 54.306,73

W ANALITICO 54.137,94

*W&A*



## 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
<b>Revenues</b>	<b>16.424</b>	<b>19.621</b>	<b>22.388</b>
<i>Growth %</i>	37,6%	19,5%	14,1%
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
Other Direct Costs (Travels, Mktg, Events, etc.)	3.615	3.085	3.133
Overheads	1.191	1.501	1.791
<b>Operating Costs</b>	<b>7.442</b>	<b>7.767</b>	<b>8.516</b>
<i>Margin %</i>	45,3%	39,6%	38,0%
<b>EBITDAB</b>	<b>8.982</b>	<b>11.853</b>	<b>13.873</b>
<i>Margin %</i>	54,7%	60,4%	62,0%
Staff Bonus	51	71	85
<i>Margin %</i>	0,3%	0,4%	0,4%
Professionals Bonus	674	918	1.042
<b>EBITDA</b>	<b>8.258</b>	<b>10.864</b>	<b>12.746</b>
<i>Margin %</i>	50,3%	55,4%	56,9%
Amortizations & Depreciations	296	446	399
Allowances for Bad Debts	33	39	44
Other Allowances	49	59	66
<b>EBIT</b>	<b>7.880</b>	<b>10.320</b>	<b>12.236</b>
Net Interests	(77)	(106)	(182)
Net Extraordinary Items	0	0	0
New Equity Partner Privileged Return	0	0	0
<b>EBT</b>	<b>7.957</b>	<b>10.425</b>	<b>12.418</b>
Partners Bonus	2.188	2.885	3.334
Taxation	1.907	2.503	2.946
<b>Net Profit</b>	<b>3.862</b>	<b>5.038</b>	<b>6.139</b>

*Handwritten signature*

## 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
<b>Existing Business</b>	<b>11.274</b>	<b>11.665</b>	<b>11.957</b>
<i>Growth %</i>	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
Ethix	50	100	200
<b>New Business/ Evolution</b>	<b>403</b>	<b>1.430</b>	<b>2.195</b>
<i>Growth %</i>		255,3%	53,5%
<b>Revenues</b>	<b>11.676</b>	<b>13.095</b>	<b>14.152</b>
<i>Growth %</i>	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
<b>Operating Costs</b>	<b>4.883</b>	<b>4.444</b>	<b>4.539</b>
<i>Margin %</i>	41,8%	33,9%	32,1%
<b>EBITDAB</b>	<b>6.794</b>	<b>8.651</b>	<b>9.613</b>
<i>Margin %</i>	58,2%	66,1%	67,9%
Staff Bonus (including IT/ CRM)	32	38	41
Professionals Bonus	132	160	174
<b>EBITDA</b>	<b>6.630</b>	<b>8.453</b>	<b>9.399</b>
<i>Margin %</i>	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
<b>EBIT</b>	<b>4.852</b>	<b>6.212</b>	<b>6.915</b>
<i>Margin %</i>			
Net Interests	-	-	-
Net Extraordinary Items	-	-	-
<b>EBT</b>	<b>4.852</b>	<b>6.212</b>	<b>6.915</b>
<i>Margin %</i>			
Taxation	1.512	1.934	2.152
27,5% IRES	1.334	1.708	1.902
3,9% IRAP	178	225	250
<b>reddito normalizzato</b>	<b>3.340</b>	<b>4.278</b>	<b>4.763</b>

*Handwritten signature*

## 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
<b>Existing Business</b>	<b>4.518</b>	<b>5.141</b>	<b>5.677</b>
<i>Growth %</i>	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
<b>New Business/ Evolution</b>	<b>150</b>	<b>625</b>	<b>925</b>
<i>Growth %</i>		316,7%	48,0%
<b>Revenues</b>	<b>4.668</b>	<b>5.766</b>	<b>6.602</b>
<i>Growth %</i>	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
<b>Operating Costs</b>	<b>2.559</b>	<b>2.926</b>	<b>3.142</b>
<i>Margin %</i>	54,8%	50,7%	47,6%
<b>EBITDAB</b>	<b>2.108</b>	<b>2.840</b>	<b>3.461</b>
<i>Margin %</i>	45,2%	49,3%	52,4%
Staff Bonus	18	23	24
Professionals Bonus	542	730	807
<b>EBITDA</b>	<b>1.547</b>	<b>2.087</b>	<b>2.630</b>
<i>Margin %</i>	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
<b>EBIT</b>	<b>980</b>	<b>1.383</b>	<b>1.858</b>
Net Interests	-	-	-
Net Extraordinary Items	-	-	-
<b>EBT</b>	<b>980</b>	<b>1.383</b>	<b>1.858</b>
Taxation	349	489	642
27,5% IRES	269	380	511
3,9% IRAP	80	108	131
<b>reddito normalizzato</b>	<b>630</b>	<b>895</b>	<b>1.216</b>

ewsl

## Castello SGR Income Statement

Tabella 6

EUR /000	2008F	2009F	2010F
Clesio Fund	1.238	2.100	3.225
Cosimo Fund	319	450	563
<b>Existing Business</b>	<b>1.557</b>	<b>2.550</b>	<b>3.788</b>
<i>Growth %</i>	57,3%	63,8%	48,5%
Lease Back Fund	700	780	1.014
New Funds	616	960	1.553
<b>New Business/ Evolution</b>	<b>1.316</b>	<b>1.740</b>	<b>2.567</b>
<i>Growth %</i>		32,3%	47,5%
<b>Fees</b>	<b>2.872</b>	<b>4.290</b>	<b>6.355</b>
<i>Growth %</i>	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
<i>Margin %</i>	75,0%	74,0%	56,3%
<b>EBITDAB</b>	<b>717</b>	<b>1.114</b>	<b>2.778</b>
<i>Margin %</i>	25,0%	26,0%	43,7%
Staff Bonus	90	97	106
Professionals Bonus	77	144	154
<b>EBITDA</b>	<b>550</b>	<b>873</b>	<b>2.518</b>
Amortizations & Depreciations	10	15	20
Allowances for Bad Debts	-	-	-
Other Allowances	-	-	-
EBIT	540	858	2.498
<i>Margin %</i>	18,8%	20,0%	39,3%
Net Interests	(39)	(41)	(51)
Net Extraordinary Items	-	-	-
EBT	579	900	2.549
<i>Margin %</i>	20,2%	21,0%	40,1%
Partners Bonus	-	-	-
<i>Margin %</i>	0,0%	0,0%	0,0%
Taxation	176	353	877
<b>reddito normalizzato</b>	<b>403</b>	<b>547</b>	<b>1.671</b>

*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")

premessi 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 [firma]

- 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 Azzo*

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 *Parac...*

*[Signature]*