



DOCUMENTO INFORMATIVO

Redatto ai sensi degli artt. 71 e 71-*bis* del Regolamento approvato dalla Consob con Delibera n. 11971 del 14 maggio 1999, e successive modifiche, relativo all'operazione di cessione delle partecipazioni in Reno De Medici S.p.A. (9,05%); Realty Vailog S.p.A. (24,65%); RCR Cristalleria Italiana S.p.A. (15%), unitamente alle obbligazioni convertibili sottoscritte da Alerion; Mediapason S.p.A. (17,84%); Banca MB S.p.A. (3,57%) e Officine CST S.p.A. (10%)

Documento informativo messo a disposizione del pubblico presso la sede di e presso Borsa Italiana S.p.A. in data 18 dicembre 2008

SINTESI DEI DATI ECONOMICI E PATRIMONIALI CONSOLIDATI PRO-FORMA ED INDICATORI PER AZIONE AL 30 GIUGNO 2008 RELATIVI AD ALERION INDUSTRIES S.P.A.

(importi in migliaia di Euro)

Sintesi dei dati economici consolidati pro-forma per il semestre chiuso al 30 giugno 2008

	IFRS Gruppo Alerion 1° semestre 2008	Rettifiche pro-forma Gruppo Alerion	IFRS pro-forma Gruppo Alerion 1° semestre 2008
(migliaia di euro)			
TOTALE PROVENTI E RICAVI OPERATIVI	7.174		7.174
Totale Costi operativi	6.772	732	7.504
Margine operativo Lordo	402	(732)	(330)
Totale Ammortamenti e svalutazioni	2.697		2.697
Totale Proventi ed oneri finanziari	(883)		(883)
Risultato prima delle imposte	(3.178)	(732)	(3.910)
Imposte sul reddito	(492)	200	(292)
Perdita del semestre da attività in funzionamento	(3.670)	(532)	(4.202)
Risultato netto derivante da attività in dismissione	(1.870)	(95)	(1.965)
Perdita del semestre inclusa quota terzi	(5.540)	(627)	(6.167)
Utile del semestre di pertinenza dei terzi	(311)	-	(311)
Perdita del semestre	(5.229)	(627)	(5.856)

Sintesi dei dati patrimoniali consolidati pro-forma al 30 giugno 2008

	IFRS Gruppo Alerion 30.06.2008	Rettifiche pro-forma Gruppo Alerion	IFRS pro-forma Gruppo Alerion 30.06.2008
(in migliaia di Euro)			
ATTIVITA'			
Totale attività non correnti	259.653	26.182	285.835
Totale attività correnti	45.657	62.636	108.293
Attività destinate alla dismissione	53.519	(53.141)	378
TOTALE ATTIVITA'	358.829	35.677	394.506
TOTALE PATRIMONIO NETTO			
Totale patrimonio netto	154.047	35.877	189.924
Totale passività non correnti	108.682	-	108.682
Totale passività correnti	96.100	(200)	95.900
TOTALE PASSIVITÀ E PATRIMONIO NETTO	358.829	35.677	394.506

Indicatori pro-forma per azione di Alerion

Euro	Gruppo Alerion 30 giugno 2008	Gruppo Alerion pro-forma 30 giugno 2008
Totale azioni in circolazione (media ponderata)	400.112.675	440.112.675
Warrant a servizio piano di incentivazione	<u>21.000.000</u>	<u>21.000.000</u>
Totale Azioni fully diluted	421.112.675	461.112.675
Perdita base per azione	(0,0131)	(0,0133)
Perdita diluita per azione	(0,0124)	(0,0127)
Patrimonio netto consolidato per azione	0,37	0,41

INDICE

Premessa	6
1. Avvertenze	7
1.1 Rischi connessi alle condizioni contrattuali dell'Operazione	7
1.2 Operazione con parte correlata	7
2. Informazioni relative all'Operazione	9
2.1. Descrizione delle modalità e dei termini dell'Operazione	9
2.1.1 Descrizione delle società oggetto dell'Operazione di cessione	9
2.1.2 Modalità, condizioni e termini dell'Operazione	12
2.1.3 Modalità di determinazione del Prezzo dell'Operazione e valutazioni circa la sua congruità rispetto ai valori di mercato di operazioni similari	13
2.2 Motivazioni e finalità dell'operazione	14
2.2.1 Motivazioni dell'operazione con particolare riguardo agli obiettivi gestionali dell'Emittente	14
2.3 Indicazione della parte correlata con cui l'Operazione è stata posta in essere, del relativo grado di correlazione, della natura e della portata degli interessi di tale parte nell'Operazione	15
2.3.1 Rapporti e accordi significativi tra l'emittente, le società da questo controllate, i dirigenti e i componenti dell'organo di amministrazione dell'emittente e Industria e Innovazione	15
2.4 Rapporti con le società oggetto dell'Operazione	15
2.4.1 Rapporti significativi intrattenuti da Alerion, direttamente o indirettamente tramite società controllate, con le società oggetto di cessione e in essere alla Data di Esecuzione della cessione medesima	15
2.5 Eventuali variazioni dei compensi degli amministratori di Alerion e/o di società da essa controllate in conseguenza dell'Operazione	16
2.6 Documenti a disposizione del pubblico	16
2.6.1 Indicazione dei luoghi in cui possono essere consultati i documenti	16
3. Effetti significativi dell'Operazione	17
3.1 Descrizione di eventuali effetti significativi dell'Operazione sui fattori chiave che influenzano e caratterizzano l'attività dell'emittente nonché sulla tipologia di business svolto dall'emittente medesimo	17
3.2 Eventuali implicazioni dell'Operazione sulle linee strategiche afferenti i rapporti commerciali, finanziari e di prestazioni accentrate di servizi tra le imprese del gruppo	17
4. Dati economici, patrimoniali e finanziari consolidati proforma dell'Emittente	18
4.1. Informazioni finanziarie pro-forma di Alerion	18
4.2 Dettaglio delle rettifiche pro-forma	21

4.3. Relazione della società di revisione concernente l'esame dei dati economici e patrimoniali consolidati pro-forma	26
5. Prospettive dell'Emittente e del Gruppo ad essa facente capo	27
5.1 Indicazioni generali sull'andamento degli affari di Alerion	27
5.2 Ragionevole previsione dei risultati dell'esercizio in corso	27
* * *	
Dichiarazione del dirigente preposto alla redazione dei documenti contabili societari a norma delle disposizioni dell'art. 154-bis, comma 2, del D.Lgs. 58/1998	29
Elenco degli Allegati	30

Premessa

Il presente documento informativo (il “**Documento Informativo**”) è stato redatto al fine di fornire agli azionisti e al mercato una serie di informazioni e dati in relazione all’operazione di cessione da parte di Alerion Industries S.p.A. (“**Alerion**”, ovvero la “**Società**”) in favore di Industria e Innovazione S.p.A. (“**Industria e Innovazione**”) delle seguenti partecipazioni (l’“**Operazione**”):

- Reno De Medici S.p.A. (9,05%);
- Realty Vailog S.p.A.(24,65%);
- RCR Cristalleria Italiana S.p.A. (15%), unitamente alle obbligazioni convertibili sottoscritte da Alerion;
- Mediapason S.p.A. (17,84%);
- Banca MB S.p.A. (3,57%); e
- Officine CST S.p.A. (10%)

(di seguito, congiuntamente, le “**Partecipazioni**”).

La cessione delle Partecipazioni completa il processo di riorganizzazione del Gruppo Alerion mediante la dismissione di tutte le partecipazioni detenute in società non operanti nel settore dell’energia da fonte rinnovabile (c.d. “partecipazioni *non energy*”).

L’Operazione, già oggetto di comunicato stampa in data 6 agosto 2008 allorché Alerion e Industria e Innovazione hanno sottoscritto il contratto di compravendita delle Partecipazioni (il “**Contratto**”), ha avuto esecuzione in data 3 dicembre 2008 (la “**Data di Esecuzione**”).

Il presente Documento Informativo è stato redatto in conformità all’Allegato 3B al Regolamento adottato dalla Consob con delibera n. 11971 del 14 maggio 1999, come successivamente modificato e integrato (il “**Regolamento Emittenti**”), ed è stato trasmesso alla Consob e messo a disposizione del pubblico presso la sede sociale di Alerion in Milano, Via Durini, 16/18 e presso la sede di Borsa Italiana S.p.A. in Milano, Piazza degli Affari n. 6.

Alla data di esecuzione dell’Operazione ed alla data del Documento Informativo, taluni azionisti di Alerion aderenti al vigente Patto di sindacato e di blocco (il “**Patto**”) sono altresì presenti nell’azionariato di Industria e Innovazione. Per tale ragione, Industria e Innovazione è da considerarsi “parte correlata” ad Alerion ai sensi dell’articolo 2 del Regolamento Emittenti e, conseguentemente, il Documento Informativo contiene anche le informazioni e i dati richiesti dall’articolo 71-*bis* del Regolamento Emittenti in merito alle operazioni fra parti correlate.

1. AVVERTENZE

1.1 Rischi connessi alle condizioni contrattuali dell'Operazione

In esecuzione del Contratto, in data 3 dicembre 2008 Alerion ha trasferito ad Industria e Innovazione le Partecipazioni, a fronte di un corrispettivo complessivo pari ad Euro 55.685.516,48 (il "Prezzo").

Ai sensi del Contratto, una prima tranche del Prezzo, pari ad Euro 27.000.000,00, è stata pagata alla Data di Esecuzione, mentre il saldo, pari ad Euro 28.685.516,48 oltre interessi al tasso fisso annuo del 7,5% con capitalizzazione annua fino al 31 dicembre 2010 con decorrenza dalla Data di Esecuzione, sarà corrisposto alla data del 31 dicembre 2011 (la "Seconda Tranche di Prezzo"), ferma restando la facoltà di rimborso anticipato da parte di Industria e Innovazione.

A garanzia del pagamento della Seconda Tranche di Prezzo, Industria e Innovazione ha costituito in pegno in favore di Alerion le Partecipazioni, fatta eccezione per quella detenuta in Reno De Medici e per le obbligazioni convertibili RCR.

In considerazione di detta dilazione di pagamento e pur essendovi apposita garanzia pignorizia, non vi è comunque certezza che Industria e Innovazione adempia all'obbligo di pagamento della Seconda Tranche di Prezzo entro la scadenza convenuta.

1.2 Operazione con parte correlata

La società acquirente delle Partecipazioni, Industria e Innovazione, è una *investment company* costituita in data 6 giugno 2008 e partecipata da investitori qualificati, parte significativa dei quali sono azionisti di Alerion aderenti al vigente patto di sindacato al quale è vincolata la partecipazione di controllo di Alerion stessa (il "Patto").

Segnatamente, alla data del presente Documento Informativo, i seguenti azionisti di Alerion aderenti al Patto sono altresì presenti nella compagine azionaria di Industria e Innovazione, con una partecipazione complessivamente pari al 51,2% del capitale sociale: Nelke S.r.l. (4,9%); Financiere Phone 1690 S.A. (3,7%); Vittorio Caporale (2,0%); Emanuele Rossini (2,4%); Dominic Bunford (1,2%); Silvana Mattei (1,0%); Lowlands Comercio Internacional e Servicos LDA (3,7%); Muscade Comercio Internacional LDA (3,7%); MPS Investments S.p.A. (12,2%); Allianz S.p.A. (8,6%); Fondiaria-SAI S.p.A. (3,9%) e Milano Assicurazioni S.p.A. (3,9%).

Inoltre, nell'azionariato di Industria e Innovazione è presente Beatrice Colleoni, familiare del presidente del Consiglio di Amministrazione Gastone Colleoni, con una quota pari al 3,7%.

Per effetto della descritta parziale comunanza di azionariato, Industria e Innovazione è stata qualificata come parte correlata ad Alerion ai sensi dell'articolo 2, lett. h), del Regolamento Emittenti nonché del principio contabile internazionale IAS 24 concernente l'informativa di bilancio sulle operazioni con parti correlate.

Un potenziale rischio di conflitto di interessi delle parti correlate potrebbe essere astrattamente ravvisato nella determinazione del prezzo di vendita delle Partecipazioni. Tale componente di rischio, peraltro meramente potenziale, è esclusa dalle conclusioni cui è giunto il prof. dott. Francesco Perrini, professore ordinario di Finanza e Gestione delle Imprese all'Università Bocconi di Milano, incaricato da entrambe le parti di stimare, a supporto delle valutazioni dei rispettivi organi deliberanti, il valore di mercato delle Partecipazioni e di esprimere un'opinione circa la congruità delle condizioni dell'Operazione.

Al riguardo, il prof. Perrini ha stimato il valore delle suddette Partecipazioni in un range compreso tra Euro 52,6 e 58,8 milioni, valore coerente con il prezzo pattuito dalle parti in misura pari ad Euro 55,7 milioni circa.

Non si può escludere, tuttavia, che laddove la cessione delle Partecipazioni fosse stata realizzata con una controparte indipendente, l'operazione sarebbe stata realizzata a condizioni più vantaggiose.

2. INFORMAZIONI RELATIVE ALL'OPERAZIONE

2.1 Descrizione delle modalità e dei termini dell'Operazione

2.1.1 Descrizione delle società oggetto dell'Operazione di cessione

Come anticipato nella premessa del presente Documento Informativo, in esecuzione del Contratto, in data 3 dicembre 2008 Alerion ha ceduto ad Industria e Innovazione le seguenti partecipazioni:

- (i) n. 34.157.528 azioni ordinarie di Reno de Medici S.p.A., pari al 9,05% del capitale sociale;
 - (ii) n. 6.097.387 azioni ordinarie di Realty Vailog S.p.A., pari al 24,65% del capitale sociale;
 - (iii) n. 1.570.022 azioni ordinarie di Mediapason S.p.A., pari al 17,84% del capitale sociale;
 - (iv) n. 2.884.875 azioni ordinarie di RCR Cristalleria Italiana S.p.A. pari al 15,00% del capitale sociale;
 - (v) n. 12.000 azioni ordinarie di Officine CTS S.p.A. pari al 10,00% del capitale sociale;
 - (vi) n. 3.750.000 azioni ordinarie di Banca MB S.p.A. pari al 3,57% del capitale sociale;
- nonché il prestito obbligazionario convertibile emesso da RCR Cristalleria Italiana S.p.A. ed interamente sottoscritto da Alerion ("POC").

Si riporta di seguito una sintetica descrizione delle società oggetto di cessione.

Reno De Medici S.p.A.

Reno De Medici S.p.A. ("RdM") è una società operante nel settore cartario e quotata sul Mercato Telematico Azionario - segmento Star gestito da Borsa Italiana S.p.A.. In particolare, RdM opera nel mercato del cartone patinato, prodotto con fibre da riciclo e destinato all'imballaggio dei beni di largo consumo.

In data 1° marzo 2008 è divenuta efficace la fusione per incorporazione in RdM di Cascades Italia S.r.l., veicolo contenente le attività europee del gruppo Cascades Inc., società quotata presso il mercato azionario di Toronto. Il gruppo post fusione rappresenta il secondo produttore di cartone da riciclo in Europa e potrà beneficiare di significative sinergie industriali e distributive.

All'esito della menzionata fusione RdM è capofila di un gruppo di imprese attive nei principali mercati europei; segnatamente, l'attività è attualmente svolta presso 8 stabilimenti produttivi, di cui 5 in Italia, 1 in Spagna, 1 in Francia e 1 in Germania.

Per quanto riguarda l'andamento economico-finanziario a livello consolidato di RdM, al 30 giugno 2008 i ricavi netti sono stati pari a Euro 241,2 milioni ed il margine operativo lordo è stato pari a Euro 33 milioni.

L'utile netto al 30 giugno 2008 è stato pari a Euro 12,7 milioni.

Realty Vailog S.p.A.

Realty Vailog S.p.A. ("Realty Vailog") è una società quotata sul mercato Expandi - RLT.MI gestito da Borsa Italiana S.p.A.

Essa opera nel settore immobiliare, sia attraverso lo sviluppo immobiliare di aree oggetto di riqualificazione urbanistica con particolare vocazione al settore della logistica industriale, sia

mediante l'attività di gestione di patrimoni immobiliari al servizio di attività logistiche, turistiche, commerciali e di intrattenimento.

Realty Vailog è nata nel giugno del 2006 con la denominazione "RDM Realty" per effetto di scissione parziale proporzionale di RdM, posta in essere allo scopo di valorizzare le attività immobiliari non strumentali all'attività industriale presenti nel portafoglio del Gruppo Reno De Medici (tra le quali si evidenziano quelle site in Magenta-Boffalora e in Spagna, nei pressi di Barcellona).

Nel 2006 Realty Vailog ha effettuato l'acquisizione del 100% del capitale di Adriatica Turistica - società holding del Gruppo Adriatica Turistica operante nel settore dei porti turistici - ed ha ceduto la partecipazione in Bibione Terme.

Nel maggio 2007 Realty Vailog ha perfezionato l'acquisto del 70% di Vailog S.r.l. (il residuo 30% è stato poi conferito nel febbraio 2008), holding di un gruppo che svolge attività di sviluppo immobiliare a scopo industriale e commerciale.

Nell'ottobre 2007 Realty Vailog ha acquisito il residuo 50% di Castel San Giovanni Immobiliare, anch'essa facente capo a Vailog ed operante nel settore dello sviluppo immobiliare a destinazione produttivo-logistica.

Per quanto riguarda l'andamento economico-finanziario a livello consolidato di Realty Vailog, al 30 giugno 2008 i ricavi sono stati pari a Euro 50,5 milioni ed il margine operativo lordo è stato pari a Euro 3,2 milioni.

L'utile netto al 30 giugno 2008 è stato pari a Euro 0,2 milioni.

Mediapason S.p.A.

Mediapason S.p.A. ("**Mediapason**") è il principale gruppo televisivo regionale italiano. E' *leader* tra le televisioni regionali in Lombardia, con una quota di mercato di ca. il 60%, con tre emittenti: Telelombardia e Antenna 3, con una programmazione di tipo generalista, e Canale 6, dedicato alle televendite.

Dal novembre 2006 Mediapason è presente anche in Piemonte grazie all'acquisizione di Videogruppo Televisione S.p.A. Con tale investimento il gruppo ha compiuto il primo passo di una strategia di consolidamento del mercato del nord-ovest e di contemporanea espansione del *business* televisivo al di fuori della regione Lombardia.

La programmazione è pressoché integralmente autoprodotta negli studi televisivi del gruppo.

Dal dicembre 2006 la raccolta pubblicitaria sui clienti nazionali è affidata a Publishare, *joint venture* al 50% con la concessionaria radiofonica Radio Reti. La controllata Net 1 Pubblicità svolge invece attività di raccolta pubblicitaria a livello locale.

Per quanto riguarda l'andamento economico-finanziario a livello consolidato di Mediapason, al 31 dicembre 2007 i ricavi sono stati pari a Euro 25,3 milioni ed il margine operativo lordo (prima dei contributi locali) è stato pari a Euro 3,1 milioni.

L'utile netto al 31 dicembre 2007 è stato pari a Euro 0,9 milioni.

RCR Cristalleria Italiana S.p.A.

RCR Cristalleria Italiana S.p.A. ("**RCR Cristalleria Italiana**") è un'azienda attiva nella produzione automatica di articoli in cristallo e vetro per la tavola, il regalo ed il complemento d'arredo. I prodotti sono commercializzati tramite il brand "RCR".

RCR Cristalleria Italiana, costituita in data 28 maggio 2007, nel luglio 2007 ha rilevato il ramo d'azienda produttivo-operativo-commerciale di CALP Cristalleria Artistica S.p.A. proseguendo l'attività di produzione e commercializzazione di CALP Cristalleria Artistica con una nuova compagine azionaria e un nuovo management.

I prodotti RCR sono distribuiti a livello internazionale attraverso un'organizzazione commerciale costituita da agenti, rappresentanti e distributori.

Il gruppo RCR è un polo industriale con pochi confronti nel settore a livello mondiale per l'elevato grado di integrazione verticale che permette ad esso di concentrare al proprio interno larga parte del processo che va dalla progettazione e realizzazione degli stampi fino alla commercializzazione e distribuzione sia in Italia che all'estero.

Per quanto riguarda l'andamento economico-finanziario a livello consolidato di RCR, al 31 dicembre 2007 i ricavi sono stati pari a Euro 40,2 milioni ed il margine operativo lordo è stato pari a Euro 0,5 milioni.

Il risultato netto al 31 dicembre 2007 è stato negativo per Euro 0,7 milioni.

Officine CST S.p.A.

Officine CST S.p.A. (“**Officine CST**”) implementa e origina prodotti finanziari e servizi per il mercato corporate, istituzionale e retail, in partnership con alcune tra le più importanti istituzioni finanziarie nazionali e internazionali. Officine CST collabora con primarie banche internazionali e nazionali ed è operativa sia in fase di *origination* che di *servicing*.

Tra le attività avviate nel febbraio 2007 si segnala la costituzione di Officine MC S.r.l., società interamente controllata avente come finalità la gestione dell'area di operatività collegata ai mutui, attraverso il completo controllo di ogni fase del processo (i.e.: istruzione della richiesta, perizia dell'immobile, supporto all'erogazione, controllo dei flussi di pagamento e management dei potenziali mutui non performing).

In data 21 aprile 2008 è stata altresì costituita D Finance S.p.A., società controllata al 100% da Officine CST e con capitale sociale di Euro 600.000,00, la quale ha presentato domanda di iscrizione nell'elenco generale degli intermediari finanziari ex art. 106 del T.U.B. al fine di operare nel settore dei crediti vantati verso la Pubblica Amministrazione su un progetto sviluppato con Royal Bank of Scotland.

Per quanto riguarda l'andamento economico-finanziario a livello consolidato di Officine CST, al 31 dicembre 2007 i ricavi sono stati pari a Euro 3,5 milioni ed il margine operativo lordo è stato pari a Euro 1,0 milione.

Il risultato netto al 31 dicembre 2007 è stato positivo per Euro 0,6 milioni.

Banca MB S.p.A.

Banca MB S.p.A. (“**Banca MB**”) è una banca d'investimento nata nel 2006 dall'integrazione tra NovaGest Sim e Banca MB, che si propone quale interlocutore alternativo alle banche universali, in grado di rispondere in modo tempestivo ed efficiente alle esigenze finanziarie del mercato.

Dopo aver acquisito il controllo di Banca MB, la citata integrazione è stata realizzata mediante fusione per incorporazione di NovaGest Sim in Banca MB (c.d. “*Reverse Merger*”). L'operazione ha dato vita a una banca privata con un patrimonio di circa 47 milioni di Euro e una compagine azionaria che raggruppa nomi di primaria importanza nel mondo finanziario, assicurativo e imprenditoriale.

Banca MB si propone al mercato con un'offerta articolata in tre differenti Aree Strategiche d'Affari (ASA), fortemente integrate e organizzate per garantire al proprio mercato di riferimento servizi personalizzati ad alto valore aggiunto (Capital Market, Investment Banking, Wealth Management, Lending).

Per quanto riguarda l'andamento economico-finanziario di Banca MB, al 31 dicembre 2007 il margine di interesse è stato pari a Euro 1,9 milioni ed il margine di intermediazione è stato pari a Euro 9,9 milioni.

Il risultato netto al 31 dicembre 2007 è stato negativo per Euro 12,2 milioni.

2.1.2 Modalità, condizioni e termini dell'Operazione

Condizioni sospensive

L'efficacia del Contratto e, dunque, il trasferimento delle Partecipazioni a fronte del pagamento del corrispettivo, era sospensivamente condizionata:

- (i) all'espletamento delle applicabili procedure statutarie per l'esercizio dei diritti di prelazione;
- (ii) limitatamente alle partecipazioni in RdM e Mediapason, al formale assenso alla cessione da parte dei contraenti dei relativi patti parasociali di cui la Società era parte;
- (iii) relativamente alla partecipazione in RCR Cristalleria Italiana, alla rinuncia di diritto di co-vendita da parte dei contraenti del patto parasociale di cui la società era parte; nonché
- (iv) all'intervenuta sottoscrizione e liberazione da parte del Fondo (come di seguito definito) della delibera di Aumento (come di seguito definita).

Avveratesi tutte le condizioni sospensive, alla Data di Esecuzione le parti hanno proceduto al *closing* dell'Operazione nei termini e con le modalità di seguito indicate.

Prezzo complessivo di cessione delle Partecipazioni.

Il Prezzo pattuito per la cessione delle Partecipazioni, complessivamente pari ad Euro 55.685.516,48, è così distinto:

- (i) Euro 13.663.011,200 per le n. 34.157.528 azioni ordinarie di RdM (corrispondente ad Euro 0,400 per azione);
- (ii) Euro 23.322.505,28 per le n. 6.097.387 azioni ordinarie di Realty Vailog (corrispondente ad Euro 3,825 per azione);
- (iii) Euro 1.600.000,00 per le n. 2.884.875 azioni ordinarie di RCR Cristalleria Italiana (corrispondente ad Euro 0,55 per azione) ed Euro 2.500.000 per l'acquisto del POC;
- (iv) Euro 9.000.000,00 per le n. 1.570.022 azioni ordinarie di Mediapason (corrispondente ad Euro 5,73 per azione);
- (v) Euro 4.100.000 per le n. 3.750.000 azioni ordinarie di Banca MB (corrispondente ad Euro 1,09 per azione);
- (vi) Euro 1.500.000 per le n. 12.000 azioni ordinarie di Officine CST (corrispondente ad Euro 125,0 per azione).

Dilazione di pagamento della Seconda Tranche di Prezzo

Come già evidenziato nelle Avvertenze, alla Data di Esecuzione in conformità alle intese contrattuali, Industria e Innovazione ha corrisposto una prima tranche del Prezzo, pari ad Euro 27.000.000,00.

Ai sensi del Contratto, la Seconda Tranche di Prezzo, pari ad Euro 28.685.516,48 e con applicazione di interessi al tasso fisso annuo del 7,5% e con capitalizzazione annua degli

interessi maturati fino al 31 dicembre 2010 con decorrenza dalla Data di Esecuzione, sarà pagata in via dilazionata entro il 31 dicembre 2011.

Inoltre, laddove Industria e Innovazione proceda alla dismissione di Partecipazioni prima del 31 dicembre 2011, essa dovrà corrispondere ad Alerion, a titolo di pagamento anticipato della Seconda Tranche di Prezzo, un importo pari all'80% dei proventi rivenienti da tale dismissione, al netto delle imposte e di quanto eventualmente dovuto a titolo di Integrazione Prezzo (come di seguito definita).

Garanzia pignorizia acquisita da Alerion

A garanzia del pagamento della Seconda Tranche di Prezzo, alla Data di Esecuzione Industria e Innovazione ha costituito in pegno in favore di Alerion le Partecipazioni, fatta eccezione per quella detenuta in Reno De Medici e per le obbligazioni convertibili RCR.

Integrazione del Prezzo

Il Contratto stabilisce, altresì, in favore di Alerion una procedura di integrazione del Prezzo (**"Integrazione di Prezzo"**) applicabile nel caso in cui Industria e Innovazione realizzi, entro il 31 dicembre 2010, plusvalenze derivanti dalla dismissione di una o più delle Partecipazioni.

Segnatamente, Industria e Innovazione si è impegnata a corrispondere ad Alerion, rispettivamente, il 50% o il 30% delle plusvalenze nette, a seconda che queste siano realizzate entro il 31 dicembre 2009 ovvero entro il 31 dicembre 2010 (ovvero, entro i medesimi termini intervenga la stipula di un accordo vincolante per la vendita di una partecipazione, pur essendo la plusvalenza di successivo realizzo).

Le eventuali minusvalenze rivenienti da dismissioni realizzate nei medesimi periodi saranno computate in riduzione delle plusvalenze ai fini del calcolo dell'Integrazione di Prezzo, ma non daranno luogo in ogni caso a riduzione del Prezzo.

Dichiarazioni e garanzie della Società

Alerion non ha rilasciato in favore di Industria e Innovazione garanzie diverse da quelle relative alla piena e libera proprietà e disponibilità delle Partecipazioni.

2.1.3 Modalità di determinazione del Prezzo dell'Operazione e valutazioni circa la sua congruità rispetto ai valori di mercato di operazioni similari

Si rammenta preliminarmente che il Consiglio di Amministrazione di Alerion in data 17 marzo 2008 aveva deliberato di conferire incarico alla società Borghesi, Colombo e Associati quale *advisor* per la strutturazione del progetto di cessione delle Partecipazioni e per la selezione dei potenziali acquirenti. Nell'ambito di tale processo di vendita si è proceduto ad una negoziazione con Industria e Innovazione, a seguito della quale in data 6 agosto 2008 il Consiglio di Amministrazione di Alerion, come descritto in Premessa, ha approvato la sottoscrizione del Contratto.

Le modalità di determinazione del Prezzo dell'Operazione si sono basate, oltre che sui dati economico-finanziari disponibili delle società oggetto di cessione, sulle condizioni operative dei settori in cui operano e su criteri di mercato, quali multipli di mercato di aziende comparabili, multipli di transazioni comparabili e, nel caso delle società quotate, sui prezzi di mercato.

A supporto della valutazione di congruità del Prezzo, il Consiglio di Amministrazione di Alerion in data 21 aprile 2008 - su proposta del dott. Alessandro Crosti, quale Presidente del Comitato per il Controllo Interno e Consigliere indipendente non esecutivo - ha conferito incarico al prof. dott. Francesco Perrini - iscritto all'Ordine dei Dottori Commercialisti di Milano e nel Registro

dei Revisori Contabili, professore ordinario di Finanza e Gestione delle Imprese all'Università Bocconi di Milano (il "Perito") - di redigere una relazione di stima del valore di mercato delle Partecipazioni, nonché di esprimere un'opinione circa la congruità delle condizioni della complessiva Operazione.

Analogo incarico è stato conferito in data 8 luglio 2008 da Industria e Innovazione al Perito, il quale, pertanto, ha reso le proprie valutazioni nell'interesse sia della parte venditrice che della parte acquirente.

Al riguardo, con la relazione rilasciata in data 31 luglio 2008 - che si allega al presente Documento Informativo sub Allegato A - il Perito ha stimato il valore di mercato delle suddette Partecipazioni alla data del 31 dicembre 2007 in un range compreso tra Euro 52,6 e 58,8 milioni - valore coerente con il Prezzo pattuito dalle parti in Euro 55,7 milioni circa - ed ha espresso giudizio favorevole sulla congruità della complessiva Operazione.

2.2 Motivazioni e finalità dell'Operazione

2.2.1 Motivazione dell'Operazione con particolare riguardo agli obiettivi gestionali di Alerion

Come già evidenziato, l'Operazione è finalizzata alla focalizzazione del Gruppo Alerion nel settore delle energie rinnovabili (la "Riorganizzazione"), realizzata mediante la dismissione degli *asset* non rientranti nel settore delle energie rinnovabili.

Le Partecipazioni oggetto di dismissione non sono, infatti, correlate al *core business* delle energie rinnovabili.

Con la dismissione delle Partecipazioni la Società ha completato sostanzialmente il processo iniziato con le già intervenute cessioni delle partecipazioni in *Sviluppo del Mediterraneo S.p.A.* ed in *Energy Wood Factories S.r.l.*, per le quali si rimanda al contenuto dei comunicati stampa diffusi, rispettivamente, in data 27 marzo 2008 e 4 aprile 2008.

Si evidenzia, altresì, che la Riorganizzazione si iscrive nell'ambito della più ampia operazione avente per oggetto l'ingresso di F2I S.G.R. S.p.A., per conto di "F2i - Fondo Italiano per le Infrastrutture" (il "Fondo"), nel capitale della Società; tale complessa operazione si è positivamente conclusa in data 30 ottobre 2008 allorché il Fondo, tramite società interamente controllata, (i) ha sottoscritto e interamente liberato l'aumento di capitale ad esso riservato deliberato dall'assemblea straordinaria della Società in data 23 settembre 2008 ed avente per oggetto n. 40.000.000 azioni ordinarie ad un prezzo di emissione, inclusivo di sovrapprezzo, di Euro 0,92 cadauna (la "Delibera di Aumento"), mediante il versamento di Euro 36.800.000, nonché (ii) ha acquistato ulteriori n. 29.166.901 azioni ordinarie oggetto di vendita da parte di soggetti aderenti al Patto Parasociale Alerion, al medesimo prezzo di Euro 0,92 per azione.

A tale proposito, si rammenta che gli accordi raggiunti tra Alerion ed il Fondo stabilivano che l'esecuzione dell'Aumento fosse subordinata, tra l'altro, alla sottoscrizione di accordi vincolanti e non condizionati (salvo l'ottenimento di autorizzazioni di legge o l'espletamento di procedure di offerta in prelazione), relativi alla dismissione delle Partecipazioni.

Detta condizione sospensiva si è avverata con la stipulazione in data 6 agosto 2008 del Contratto e con i successivi assenti alla cessione da parte dei contraenti dei relativi patti parasociali stipulati dalla Società relativamente alle partecipazioni in RdM e Mediapason.

Si rimanda, per quanto concerne i termini e le modalità dell'operazione di investimento del Fondo nel capitale di Alerion, ai comunicati stampa diffusi in data 17 marzo 2008, 6 giugno, 6 agosto, 17 settembre, 23 settembre, 2 ottobre e 23 ottobre 2008.

2.3 Indicazione della parte correlata con cui l'Operazione è stata posta in essere, del relativo grado di correlazione, della natura e della portata degli interessi di tali parti nell'Operazione

Come già descritto nelle Avvertenze, alla data del presente Documento Informativo oltre la metà del capitale sociale di Industria e Innovazione è detenuto da azionisti di Alerion aderenti al Patto. Segnatamente, i seguenti azionisti di Alerion aderenti al Patto sono altresì presenti nella compagine azionaria di Industria e Innovazione con una partecipazione complessivamente pari al 51,2% del capitale sociale: Nelke S.r.l. (4,9%); Financiere Phone 1690 S.A. (3,7%); Vittorio Caporale (2,0%); Emanuele Rossini (2,4%); Dominic Bunford (1,2%); Silvana Mattei (1,0%); Lowlands Comercio Internacional e Servicos LDA (3,7%); Muscade Comercio Internacional LDA (3,7%); MPS Investments S.p.A. (12,2%); Allianz S.p.A. (8,6%); Fondiaria-SAI S.p.A. (3,9%) e Milano Assicurazioni S.p.A. (3,9%).

Inoltre, nell'azionariato di Industria e Innovazione è presente Beatrice Colleoni con una quota pari al 3,7% del capitale sociale, familiare del presidente del Consiglio di Amministrazione di Alerion Gastone Colleoni. Si precisa che quest'ultimo detiene una partecipazione nel capitale azionario di Alerion di n. 11.554.903 azioni (pari al 2,63% del capitale sociale) e che lo stesso non ha avuto interessi in operazioni straordinarie con il Gruppo Alerion nel periodo 2007 e 2008.

Per effetto della descritta parziale comunanza di azionariato, Industria e Innovazione è stata qualificata come parte correlata ad Alerion, ai sensi dell'articolo 2, lett. h), del Regolamento Emittenti nonché del principio contabile internazionale IAS 24 concernente l'informativa di bilancio sulle operazioni con parti correlate.

2.3.1 Rapporti e accordi significativi tra Alerion, le società da questa controllate, i dirigenti e i componenti dell'organo di amministrazione dell'emittente e Industria e Innovazione

Alla data del presente Documento Informativo non esistono rapporti e accordi significativi tra Alerion, le società da questa controllate, i suoi dirigenti e componenti dell'organo di amministrazione e Industria e Innovazione.

2.4 Rapporti con le società oggetto dell'Operazione

2.4.1 Rapporti significativi intrattenuti da Alerion, direttamente o indirettamente tramite società controllate, con le società oggetto di cessione e in essere alla Data di Esecuzione

Alla Data di Esecuzione dell'Operazione (ed in essere alla data del presente Documento Informativo) Alerion, tramite la società interamente controllata Durini 18 S.r.l., intratteneva, quale rapporto significativo, il seguente rapporto con le società oggetto di cessione:

- affitto a Reno de Medici S.p.A. di locali adibiti ad uso della sede sociale, ad un canone annuo pari ad Euro 430.000,00 e con scadenza al 30 giugno 2014; a garanzia dell'obbligo di pagamento del canone, è stata rilasciata da Banca Popolare di Milano in favore di Durini 18 S.r.l. una fideiussione per l'importo di Euro 107.500.

2.5 Eventuali variazioni dei compensi degli amministratori di Alerion e/o di società da essa controllate in conseguenza dell'Operazione

Non vi sono, in conseguenza dell'Operazione, variazioni dei compensi degli amministratori di Alerion e/o di società da essa controllata.

2.6 Documenti a disposizione del pubblico

2.6.1 Indicazione dei luoghi in cui possono essere consultati i documenti

Il presente Documento Informativo è stato messo a disposizione del pubblico presso la sede sociale di Alerion in Milano, Via Durini, 16/18 e presso la sede di Borsa Italiana S.p.A. in Milano, Piazza degli Affari n. 6.

3. EFFETTI SIGNIFICATIVI DELL'OPERAZIONE

3.1 Descrizione di eventuali effetti significativi dell'Operazione sui fattori chiave che influenzano e caratterizzano l'attività di Alerion nonché sulla tipologia di business svolto da Alerion medesima

L'esecuzione dell'Operazione oggetto del presente Documento Informativo ha consentito di portare a compimento la Riorganizzazione mediante la dismissione di tutte le partecipazioni detenute in società non operanti nel settore dell'energia da fonte rinnovabile.

L'Operazione consente, quindi, ad Alerion di concentrarsi sulle attività del proprio *core business*, mediante la detenzione di partecipazioni in società attive nella produzione di energia elettrica da fonte rinnovabile, ed in particolare nel settore eolico, fotovoltaico e della valorizzazione energetica delle biomasse.

Per quanto riguarda la situazione economica e patrimoniale di Alerion, l'Operazione consentirà di aumentare le disponibilità finanziarie a supporto del programma di investimenti previsto nel proprio *core business*.

3.2 Eventuali implicazioni dell'Operazione sulle linee strategiche afferenti i rapporti commerciali, finanziari e di prestazioni accentrate di servizi tra le imprese del gruppo

Le Partecipazioni descritte nel presente Documento Informativo rappresentano quote di minoranza del capitale delle rispettive imprese, con la conseguenza che la loro dismissione non incide sulle linee strategiche afferenti i rapporti infra-gruppo.

Ad ogni modo, non sussistendo significativi rapporti commerciali, finanziari e di prestazioni accentrate tra Alerion e le società cui si riferiscono le Partecipazioni cedute, l'Operazione descritta nel presente Documento Informativo non comporta alcun impatto sulle linee strategiche di Alerion e delle altre sue partecipate.

4. DATI ECONOMICI, PATRIMONIALI E FINANZIARI PRO-FORMA

4.1. Informazioni finanziarie pro-forma di Alerion

Premessa

Nel presente capitolo sono presentati i prospetti di stato patrimoniale e conto economico consolidati pro-forma del Gruppo Alerion per il semestre chiuso al 30 giugno 2008 (i “**Prospetti Consolidati Pro-Forma**”).

I Prospetti Consolidati Pro-Forma sono stati redatti al fine di simulare, secondo criteri di valutazione coerenti con i dati storici e conformi alla normativa di riferimento, gli effetti della cessione delle Partecipazioni da parte di Alerion in favore di Industria e Innovazione, avvenuta il 3 dicembre 2008, in esecuzione del Contratto, a fronte di un corrispettivo complessivo pari ad Euro 55.686 migliaia. In considerazione del fatto che Industria e Innovazione è caratterizzata da una compagine societaria rappresentata da soci in parte presenti nel Patto di Alerion, l’Operazione si configura come operazione con parti correlate.

Come già evidenziato, la cessione delle Partecipazioni si iscrive nell’ambito di una più ampia operazione avente per oggetto l’ingresso del Fondo nel capitale della Società; tale operazione si è conclusa in data 30 ottobre 2008 allorché il Fondo, tramite società interamente controllata, (i) ha sottoscritto e interamente liberato l’Aumento di capitale ad esso riservato deliberato dall’assemblea straordinaria della Società in data 23 settembre 2008 ed avente per oggetto n. 40.000.000 azioni ordinarie ad un prezzo di emissione, inclusivo di sovrapprezzo, di Euro 0,92 cadauna, mediante il versamento di Euro 36.800 migliaia, nonché (ii) ha acquistato ulteriori n. 29.166.901 azioni ordinarie oggetto di vendita da parte di soggetti aderenti al Patto Parasociale Alerion, al medesimo prezzo di Euro 0,92 per azione.

I Prospetti Consolidati Pro-Forma del Gruppo Alerion presentano dunque anche gli effetti dell’operazione di Aumento di capitale sopra menzionato.

Conformemente alla metodologia di costruzione dei dati pro-forma disciplinata dalla Comunicazione Consob n. DEM/1052803 del 5 luglio 2001, i Prospetti Consolidati Pro-Forma sono stati predisposti rettificando i dati storici, desunti dal bilancio consolidato semestrale abbreviato del Gruppo Alerion al 30 giugno 2008 (incluso nella relazione finanziaria semestrale alla stessa data), al fine di rappresentare gli effetti patrimoniali, finanziari ed economici derivanti dalla cessione delle Partecipazioni “non energy” del Gruppo e dal citato Aumento di capitale.

I principi contabili adottati per la predisposizione dei Prospetti Consolidati Pro-Forma sono gli stessi utilizzati per la redazione del bilancio consolidato semestrale abbreviato al 30 giugno 2008 del Gruppo Alerion, ovvero gli IFRS, così come descritti nella sezione denominata “Criteri di redazione” delle note esplicative del bilancio consolidato semestrale abbreviato al 30 giugno 2008.

Il bilancio consolidato semestrale abbreviato del Gruppo Alerion al 30 giugno 2008, predisposto in conformità al principio contabile internazionale applicabile per l’informativa finanziaria infrannuale (IAS 34) adottato dall’Unione Europea, presentato nella prima colonna degli allegati Prospetti Consolidati Pro-Forma, è stato assoggettato a revisione contabile limitata da parte di Reconta Ernst & Young S.p.A. che ha emesso la relativa relazione di revisione limitata in data 8 agosto 2008.

Nella seconda colonna degli allegati Prospetti Consolidati Pro-Forma, sono riportate le rettifiche pro-forma che riflettono sia gli effetti dell'Operazione di cessione delle Partecipazioni, sia gli effetti dell'Aumento di capitale.

Gli effetti significativi dell'Operazione di cessione delle Partecipazioni e dell'Aumento di capitale sociale sono di seguito descritte:

- (i) l'eliminazione, dallo stato patrimoniale del Gruppo Alerion, del valore di iscrizione delle seguenti partecipazioni cedute a Industria e Innovazione e il conseguente incremento di crediti finanziari e disponibilità liquide a seguito della cessione sopra citata:
 - (i) Reno De Medici
 - (ii) Realty Vailog
 - (iii) RCR Cristalleria Italiana, unitamente alle obbligazioni convertibili sottoscritte da Alerion;
 - (iv) Mediapason.
 - (v) Banca MB
 - (vi) Officine CST.
- (ii) l'incremento del patrimonio netto a seguito dell'Aumento di capitale deliberato dalla Società e sottoscritto dal Fondo e il conseguente incremento delle disponibilità liquide.

Per una corretta interpretazione delle informazioni fornite dai dati pro-forma, è necessario considerare i seguenti aspetti:

- (i) trattandosi di rappresentazioni costruite su ipotesi, qualora le cessioni delle Partecipazioni "non energy", l'Aumento del capitale sociale e le relative operazioni finanziarie fossero realmente state realizzate alle date prese a riferimento per la predisposizione dei dati pro-forma, anziché alla data di efficacia, non necessariamente i dati storici sarebbero stati uguali a quelli pro-forma;
- (ii) i dati pro-forma non riflettono dati prospettici in quanto sono predisposti in modo da rappresentare solamente gli effetti isolabili ed oggettivamente misurabili dell'operazione di cessione delle Partecipazioni "non energy", dell'Aumento di capitale sociale e delle relative operazioni finanziarie, senza tenere conto degli effetti potenziali dovuti a variazioni delle politiche della direzione ed a decisioni operative conseguenti all'operazione stessa.

Inoltre, in considerazione delle diverse finalità dei dati pro-forma rispetto ai dati dei bilanci storici e delle diverse modalità di calcolo degli effetti della cessione delle Partecipazioni "non energy", dell'Aumento di capitale sociale e delle relative operazioni finanziarie con riferimento allo stato patrimoniale ed al conto economico, i Prospetti Consolidati Pro-Forma vanno letti e interpretati separatamente, senza ricercare collegamenti contabili tra i due documenti.

Prospetti dello stato patrimoniale e del conto economico consolidati pro-forma per il semestre chiuso al 30 giugno 2008

Stato patrimoniale consolidato pro-forma al 30 giugno 2008

	IFRS Gruppo Alerion 30.06.2008	Rettifiche pro-forma Gruppo Alerion	Note	IFRS pro-forma Gruppo Alerion 30.06.2008	Di cui parti correlate
(in migliaia di Euro)					
ATTIVITA'					
Avviamento	2.896			2.896	
Attività immateriali a vita definita	66.811			66.811	
Immobili impianti e macchinari	158.677			158.677	
Investimenti immobiliari	15.011			15.011	
Altre partecipazioni	1.003			1.003	
Titoli e crediti finanziari	10.281	26.182	(A)	36.463	33.957
Strumenti derivati	739			739	
Crediti vari ed altre attività non correnti	3.319			3.319	
Imposte anticipate non correnti	916			916	
Totale attività non correnti	259.653	26.182		285.835	33.957
Rimanenze rimedi magazzino	16			16	
Crediti commerciali	1.502			1.502	62
Crediti tributari	104			104	
Crediti vari ed altre attività correnti	18.071			18.071	163
Partecipazioni finanziarie correnti	3.302			3.302	
Crediti finanziari ed altre attività finanziarie correnti	10.796			10.796	
Strumenti derivati	812			812	
Disponibilità liquide e mezzi equivalenti	11.054	62.636	(B)	73.690	
Totale attività correnti	45.657	62.636		108.293	225
Attività destinate alla dismissione	53.519	(53.141)	(C)	378	
TOTALE ATTIVITA'	358.829	35.677		394.506	34.182
Passività e patrimonio netto					
Capitale sociale	148.042	14.800	(D)	162.842	
Riserve	6.336	21.077	(D)	27.413	
Totale patrimonio netto di gruppo	154.378	35.877		190.255	
Patrimonio netto di terzi	(331)	-		(331)	
Totale patrimonio netto	154.047	35.877		189.924	
Passività finanziarie non correnti	76.002			76.002	
Strumenti derivati	60			60	
TFR ed altri fondi relativi al personale	834			834	
Fondo Imposte differite	15.089			15.089	
Fondi per rischi ed oneri futuri	4.879			4.879	
Debiti vari ed altre passività non correnti	11.818			11.818	
Totale passività non correnti	108.682	-		108.682	
Passività finanziarie correnti	73.143			73.143	3.309
Strumenti derivati					
Debiti commerciali correnti	10.341			10.341	
Debiti tributari	8.461	(200)	(E)	8.261	
Debiti vari ed altre passività correnti	4.155			4.155	
Totale passività correnti	96.100	(200)		95.900	3.309
Passività destinate alla dismissione	-	-		-	
TOTALE PASSIVITÀ E PATRIMONIO NETTO	358.829	35.677		394.506	3.309

Conto economico consolidato pro-forma per il semestre chiuso al 30 giugno 2008

(migliaia di euro)	IFRS Gruppo Alerion 1° semestre 2008	Rettifiche pro-forma Gruppo Alerion	Note	IFRS pro-forma Gruppo Alerion 1° semestre 2008
Ricavi operativi	4.476			4.476
Proventi netti su partecipazioni	338			338
Dividendi e proventi/oneri finanziari verso soc. coll e partecipate	877			877
Risultati da realizzo	361			361
Rettifica di valore di att. Finanziarie	(900)			(900)
Proventi su attività immobiliare	991			991
Affitti ed altri ricavi netti	261			261
Risultati da realizzo	730			730
Ricavi su attività di consulenza	50			50
Altri ricavi	1.319			1.319
TOTALE PROVENTI E RICAVI OPERATIVI	7.174			7.174
Costi operativi				
Costi del personale	2.287			2.287
Altri costi operativi	3.878	732	(A)	4.610
Accantonamento per rischi	113			113
Variazione delle rimanenze	494			494
Totale Costi operativi	6.772	732		7.504
Margine operativo Lordo	402	(732)		(330)
Ammortamenti e svalutazioni				
Ammortamenti	2.682			2.682
Svalutazioni e rettifiche di valore	15			15
Totale Ammortamenti e svalutazioni	2.697			2.697
RISULTATO OPERATIVO	(2.295)	(732)		(3027)
Proventi finanziari	1.808			1.808
Oneri finanziari	(2.691)			(2.691)
Totale Proventi ed oneri finanziari	(883)			(883)
Risultato prima delle imposte	(3.178)	(732)		(3.910)
Imposte sul reddito	(492)	200	(C)	(292)
Perdita del semestre da attività in funzionamento	(3.670)	(532)		(4.202)
Risultato netto derivante da attività in dismissione	(1.870)	(95)	(B)	(1.965)
Perdita del semestre inclusa quota terzi	(5.540)	(627)		(6.167)
Utile del semestre di pertinenza dei terzi	(311)	-		(311)
Perdita del semestre	(5.229)	(627)		(5.856)

4.2 Dettaglio delle rettifiche pro-forma

Si descrivono di seguito gli effetti delle rettifiche pro-forma sulle singole voci dello stato patrimoniale consolidato.

(A) La rettifica positiva pari ad Euro 26.182 migliaia rappresenta gli effetti netti derivanti dall'Operazione di cessione delle Partecipazioni "non energy" con riferimento alla voce titoli e crediti finanziari non correnti, dovuta a:

- cessione del credito finanziario non corrente pari ad Euro 2.504 e rappresentato dal prestito obbligazionario convertibile sottoscritto nel luglio 2007 verso la partecipata collegata RCR Cristalleria Italiana,, come statuito nel Contratto (effetto descritto nel seguente paragrafo *Ipotesi considerate per l'elaborazione dei Prospetti Consolidati Pro-Forma del Gruppo Alerion*).
- incremento dei crediti finanziari a seguito del previsto pagamento dilazionato per la cessione delle Partecipazioni che Industria e Innovazione effettuerà sulla base di quanto statuito contrattualmente. Il pagamento dilazionato prevede infatti il regolamento di una seconda tranche per complessivi Euro 28.686 alla data del 31 dicembre 2011, regolato da un tasso di interesse pari al 7,5% su base annua con capitalizzazione annua (effetto descritto nel seguente paragrafo *Ipotesi considerate per l'elaborazione dei Prospetti Consolidati Pro-Forma del Gruppo Alerion*).

(B) La rettifica positiva pari ad Euro 62.636 migliaia rappresenta, da un lato, l'incasso della prima tranche del corrispettivo dovuto da Industria e Innovazione per complessivi Euro 27.000 migliaia, al netto dei costi accessori dell'operazione stimati complessivamente a finire in Euro 732 migliaia (effetto descritto nel seguente paragrafo *Ipotesi considerate per l'elaborazione dei Prospetti Consolidati Pro-Forma del Gruppo Alerion*) e l'ingresso di disponibilità liquide conseguenti all'operazione di Aumento di capitale sociale con esclusione del diritto di opzione, come stabilito dall'art. 2441 comma quarto, per Euro 36.800 migliaia e riservato al Fondo al netto dei costi accessori dell'operazione stimati complessivamente a finire in Euro 432 migliaia (effetto descritto nel seguente paragrafo *Ipotesi considerate per l'elaborazione dei Prospetti Consolidati Pro-Forma del Gruppo Alerion*).

(C) La rettifica negativa per Euro 53.141 migliaia è relativa all'eliminazione del valore di iscrizione delle Partecipazioni "non energy" (effetto descritto nel seguente paragrafo *Ipotesi considerate per l'elaborazione dei Prospetti Consolidati Pro-Forma del Gruppo Alerion*). Tali Partecipazioni erano già state coerentemente classificate fra le attività destinate alla dismissione nel bilancio consolidato semestrale abbreviato al 30 giugno 2008.

(D) La rettifica positiva per complessivi Euro 35.877 migliaia sul Patrimonio Netto (descritta nel seguente paragrafo *Ipotesi considerate per l'elaborazione dei Prospetti Consolidati Pro-Forma del Gruppo Alerion*) può essere così dettagliata:

- Euro 14.800 migliaia quale incremento del capitale sociale a seguito dell'esecuzione dell'Aumento riservato al Fondo.
- Euro 21.568 migliaia quale incremento netto della riserva sovrapprezzo azioni conseguente all'operazione di Aumento di capitale sociale sopra menzionata. Tale valore risulta iscritto al netto dei costi accessori da sostenere per la realizzazione dell'operazione e stimati complessivamente in Euro 432 migliaia.
- Euro 532 migliaia quale effetto negativo dei costi accessori da sostenere, legati all'operazione di cessione di Partecipazioni "non energy" stimati complessivamente in Euro 732 migliaia, al netto dell'impatto fiscale per Euro 200 migliaia.
- Euro 41 migliaia quale diretta imputazione a patrimonio netto della plusvalenza complessiva realizzata a seguito della cessione delle Partecipazioni "non energy".

Si descrivono di seguito gli effetti delle rettifiche pro-forma sulle singole voci del conto economico consolidato.

(A) La rettifica negativa pari ad Euro 732 migliaia rappresenta i costi accessori all'operazione di cessione delle Partecipazioni "non energy" (descritta nel seguente paragrafo *Ipotesi considerate per l'elaborazione dei Prospetti Consolidati Pro-Forma del Gruppo Alerion*) non ancora presenti nel bilancio consolidato semestrale abbreviato al 30 giugno 2008. Tale rettifica riflette la stima attuale dei costi da sostenere legati all'operazione di cessione. Al 30 giugno 2008 erano già stati considerati nei dati storici della Società costi per Euro 345 migliaia.

(B) La rettifica negativa pari ad Euro 95 migliaia rappresenta l'eliminazione dei ricavi conseguiti nel primo semestre 2008 nei confronti delle società partecipate "non energy" oggetto di cessione. Tali ricavi sono stati eliminati nel conto economico consolidato pro-forma poiché riferibili alle Partecipazioni oggetto di cessione.

Segnaliamo che nel bilancio semestrale abbreviato al 30 giugno 2008 alla riga: "Risultato netto delle attività in dismissione", sono presenti le svalutazioni applicate sul valore precedentemente iscritto in bilancio delle Partecipazioni "non energy" oggetto del Contratto. La svalutazione era stata applicata al fine di allineare il valore di carico al loro presunto valore di realizzo, sulla base del Contratto di cessione delle Partecipazioni "non energy" sottoscritto con Industria e Innovazione.

(C) L'impatto fiscale relativo alla rettifica di Euro 732 migliaia precedentemente descritta risulta complessivamente pari ad Euro 200 migliaia sul conto economico consolidato al 30 giugno 2008.

Scopo della presentazione dei Prospetti Consolidati Pro-Forma del Gruppo Alerion

Lo scopo della presentazione dei dati consolidati pro-forma è quello di riflettere retroattivamente gli effetti significativi dell'Operazione di cessione delle Partecipazioni "non energy", dell'Aumento di capitale sociale riservato al Fondo e delle relative operazioni finanziarie, apportando ai dati storici consolidati le appropriate rettifiche pro-forma. In particolare, come esposto in precedenza, gli effetti dell'Operazione di cessione, dell'Aumento del capitale sociale e le relative operazioni finanziarie sono state riflesse retroattivamente nello stato patrimoniale come se fossero state poste in essere il 30 giugno 2008 e nel conto economico consolidato pro-forma come se la cessione delle Partecipazioni "non energy" e l'Aumento del capitale sociale fossero state poste in essere il 1° gennaio 2008.

Ipotesi considerate per l'elaborazione dei Prospetti Consolidati Pro-Forma del Gruppo Alerion

Come già indicato nel precedente Capitolo 2, il Consiglio di Amministrazione della Società in data 6 agosto 2008 ha approvato l'Operazione di cessione a Industria e Innovazione delle seguenti Partecipazioni "non energy": RdM (9,05%); Realty Vailog (24,65%); RCR Cristalleria Italiana (15%) unitamente alle obbligazioni convertibili sottoscritte dalla Società; Mediapason (17,84%); Banca MB (3,57%); Officine CST (10%). In pari data è stato stipulato il Contratto di compravendita. In esecuzione del Contratto, in data 3 dicembre 2008 Alerion ha trasferito ad Industria e Innovazione le Partecipazioni, a fronte di un corrispettivo complessivo pari ad Euro 55.686 migliaia.

Industria e Innovazione è da considerarsi parte correlata alla Società per le motivazioni descritte nel precedente paragrafo 2.3.

I termini e le modalità dell'Operazione sono descritti nel precedente paragrafo 2.1.2, cui si rinvia.

Complessivamente, considerando i valori presenti nel bilancio consolidato semestrale abbreviato del Gruppo Alerion, l'Operazione ha generato una plusvalenza pari ad Euro 41 migliaia. Rileviamo come nella relazione finanziaria semestrale al 30 giugno 2008 del Gruppo Alerion fossero invece già riflesse nel conto economico consolidato di Gruppo le svalutazioni delle partecipazioni "non energy" in RdM e Realty Vailog per un valore complessivo pari ad Euro 1.965 al fine di allineare il valore iscritto a quello di realizzo sulla base degli accordi preliminari stipulati. Tale valore era stato classificato fra i risultati delle attività destinate alla dismissione.

Ai fini della rappresentazione dei dati pro-forma, la direzione del Gruppo Alerion ha considerato il prezzo di cessione delle Partecipazioni di Euro 55.686 migliaia e l'importo dell'Aumento di capitale di Euro 36.800 migliaia, al netto dei relativi costi accessori.

In relazione alle disponibilità liquide derivanti dal pagamento del prezzo di cessione delle Partecipazioni e dal versamento dell'Aumento di Capitale, pari a Euro 62.636 migliaia al netto dei relativi costi accessori, non è stata considerata alcuna rettifica pro-forma degli oneri finanziari in quanto tali disponibilità liquide non verranno utilizzate a riduzione dell'indebitamento, ma così come descritto nel precedente Capitolo 3, serviranno per aumentare le disponibilità finanziarie a supporto del programma di investimenti previsto nel *core business*.

Come già indicato nel precedente Capitolo 2, in relazione al Prezzo di cessione delle Partecipazioni, il Contratto prevede inoltre che Industria e Innovazione corrisponderà alla Società, ad integrazione del Prezzo, una percentuale delle plusvalenze eventualmente rivenienti dalla cessione di una o più delle Partecipazioni, nei limiti e nei termini previsti contrattualmente. In relazione a tali eventuali plusvalenze non è possibile né prevederne la probabilità di accadimento né effettuare una stima del relativo importo e pertanto non sono state oggetto di rettifiche pro-forma.

Altri costi relativi all'Operazione di cessione delle Partecipazioni "non energy" e all'Aumento di capitale sociale

Gli oneri accessori relativi all'Operazione di cessione delle Partecipazioni "non energy", in aggiunta a quelli già rilevati nel conto economico consolidato storico della Società al 30 giugno 2008 (per Euro 345 migliaia), sono stati stimati dalla direzione di Alerion in Euro 732 migliaia e si riferiscono a servizi di *advisoring* ed a servizi legali e di revisione. Gli oneri accessori all'operazione di Aumento del capitale sono stati invece classificati a riduzione della riserva sovrapprezzo azioni e stimati complessivamente dalla Società in Euro 432 migliaia.

Riconciliazione del patrimonio netto consolidato e perdita netta consolidata del Gruppo Alerion con il patrimonio netto e perdita netta consolidati pro-forma.

Patrimonio netto (in Euro migliaia)	30 giugno 2008
Patrimonio netto consolidato Gruppo Alerion	154.047
Aumento di capitale sociale susseguente all'operazione di cessione	14.800
Aumento della riserva sovrapprezzo azioni a servizio dell'operazione di cessione al netto dei costi accessori relativi all'operazione	21.568
Diminuzione patrimoniale a seguito dei costi legati all'operazione di cessione delle partecipazioni al netto dell'effetto fiscale	(532)
Plusvalenza derivante dall'operazione di cessione partecipazioni "non energy"	41
Totale patrimonio netto consolidato Gruppo Alerion pro-forma	189.924
<hr/>	
Perdita netta (in Euro migliaia)	Semestre chiuso al 30 giugno 2008
Perdita netta consolidata Gruppo Alerion	(5.229)
Costi accessori all'operazione di cessione partecipazioni "non energy"	(732)
Eliminazione ricavi ricorrenti vs partecipazioni "non energy"	(95)
Effetto fiscale	200
Totale perdita netta consolidata Gruppo Alerion pro-forma	(5.856)

Indicatori pro-forma per azione di Alerion

Dati storici e pro-forma per azione in forma comparativa al 30 giugno 2008

Euro	Gruppo Alerion 30 giugno 2008	Gruppo Alerion pro-forma 30 giugno 2008
Totale azioni in circolazione (media ponderata)	400.112.675	440.112.675
Warrant a servizio piano di incentivazione	<u>21.000.000</u>	<u>21.000.000</u>
Totale Azioni fully diluted	421.112.675	461.112.675
Perdita base per azione	(0,0131)	(0,0133)
Perdita diluita per azione	(0,0124)	(0,0127)
Patrimonio netto consolidato per azione	0,37	0,41

Variazioni significative dei dati per azione

Il numero delle azioni della Società corrisponde al numero medio ponderato delle azioni in circolazione durante il semestre chiuso al 30 giugno 2008. Il numero delle azioni pro-forma

subisce una variazione in conseguenza dell'Aumento di capitale sociale, che ha comportato l'emissione di nuove 40.000.000 di azioni.

I dati per azione per il semestre chiuso al 30 giugno 2008 evidenziano:

- un incremento della perdita base e diluita per azione consolidata pro-forma rispetto alla perdita base e diluita per azione consolidata del Gruppo Alerion per l'effetto derivante dall'inclusione di tutti i costi accessori stimati a finire relativi all'operazione di cessione di Partecipazioni "non energy".
- un incremento del patrimonio netto consolidato per azione pro-forma rispetto al patrimonio netto consolidato per azione del Gruppo Alerion per effetto dell'Aumento di capitale sociale come evidenziato nello stato patrimoniale consolidato pro-forma.

4.3. Relazione della società di revisione concernente l'esame dei dati economici e patrimoniali consolidati pro-forma

La relazione della società di revisione concernente l'esame della redazione dei dati economici e patrimoniali consolidati pro-forma, ed attestante la ragionevolezza delle ipotesi di base utilizzate per la redazione dei dati pro-forma è allegata al presente Documento Informativo *sub* Allegato B.

5. PROSPETTIVE DELL'EMITTENTE E DEL GRUPPO AD ESSO FACENTE CAPO

5.1 Indicazioni generali sull'andamento degli affari di Alerion

Nel corso del 2008 è proseguita l'attività strategica e operativa volta a dare attuazione alle linee guida del programma industriale del Gruppo, che prevedono la focalizzazione delle attività industriali nel settore delle fonti rinnovabili e la dismissione del portafoglio di partecipazioni diversificate.

In particolare, nei primi nove mesi dell'anno sono stati effettuati nuovi investimenti nel settore delle fonti rinnovabili, che hanno portato ad un incremento netto delle immobilizzazioni immateriali e materiali rispetto al 31 dicembre 2007, pari a circa 94,6 Euro/milioni, finalizzati allo sviluppo, all'acquisto ed alla costruzione di impianti eolici e fotovoltaici autorizzati nonché allo sviluppo di nuovi impianti in corso di autorizzazione.

La potenza installata consolidata al 30 settembre 2008 nel settore eolico è pari a 45,5 MW. Nel corso dei primi nove mesi del 2008, sono inoltre proseguiti i lavori di costruzione dei parchi eolici di Lacedonia (completati a novembre 2008), Callari e Ortona (per i quali si prevede il completamento rispettivamente entro la fine del 2008 e nel primo trimestre 2009) ed i lavori di costruzione dei parchi eolici di Castel di Lucio e di Licodia Eubea (per i quali si prevede il completamento nel secondo semestre 2009), con una potenza installata consolidata complessiva pari a circa 123 MW. Si segnala inoltre, che nel mese di ottobre 2008 Alerion ha sottoscritto un accordo per l'acquisizione del 50% di una società titolare dei diritti per la costruzione e gestione di un parco eolico in San Martino in Pensilis, con una potenza autorizzata di 72,5 MW, il cui completamento è previsto per il secondo semestre 2010.

Nel settore solare, la potenza installata consolidata al 30 settembre 2008 è pari a 2 MW. Si stima che entro il 31 dicembre 2008 saranno completati i lavori di costruzione ed allacciamento alla rete elettrica degli impianti fotovoltaici di Brindisi e Racale, con una potenza installata consolidata pari a 1 MW; inoltre, sono attualmente in fase di avvio lavori di costruzione di impianti fotovoltaici in Puglia ed Emilia Romagna, con una potenza consolidata pari a circa 6 MW.

L'andamento economico-gestionale dei primi nove mesi del 2008, rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente, è stato caratterizzato dal maggior contributo economico derivante dall'operatività dei parchi eolici di Albanella e di Agrigento, nonché dal campo eolico di Ciorlano e da quello fotovoltaico di San Marco in Lamis, che hanno raggiunto l'attività di piena produzione nel mese di maggio 2008.

5.2 Ragionevole previsione dei risultati dell'esercizio in corso

Con la cessione delle Partecipazioni "non energy" si è completato il processo di focalizzazione del Gruppo nel settore delle fonti rinnovabili. In particolare, l'Operazione e l'Aumento di capitale sottoscritto dal Fondo hanno incrementato le disponibilità finanziarie del Gruppo Alerion per circa Euro 92,5 milioni (al lordo dei relativi costi accessori), di cui circa 63,8 milioni già incassati alla data di pubblicazione del presente Documento Informativo, che consentiranno di sostenere con maggior forza il piano di crescita industriale del Gruppo.

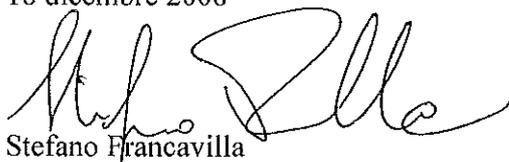
L'andamento economico-finanziario dell'ultimo trimestre dell'esercizio in corso, in linea con i precedenti mesi del 2008, rifletterà l'avvio della produzione del parco eolico di Lacedonia, completato nel mese di novembre, con una potenza installata complessiva di 15 MW (di cui 7,5 MW di competenza del Gruppo Alerion) e il completamento dei lavori di realizzazione del parco eolico di Callari, con una potenza installata consolidata pari a 36 MW e degli impianti fotovoltaici di Brindisi e Racale, con una potenza installata consolidata pari a 1 MW.

Proseguirà inoltre l'attività di costruzione degli altri impianti eolici e fotovoltaici attualmente in corso, come descritto nel paragrafo precedente, e la valutazione e selezione di nuove opportunità di investimento nel settore dell'energia da fonte rinnovabile.

DICHIARAZIONE DEL DIRIGENTE PREPOSTO ALLA REDAZIONE DEI DOCUMENTI CONTABILI SOCIETARI A NORMA DELLE DISPOSIZIONI DELL'ART. 154/bis, COMMA 2, DEL D. LGS. 58/1998 (TESTO UNICO DELLA FINANZA)

Il sottoscritto Stefano Francavilla, in qualità di Dirigente Preposto alla redazione dei documenti contabili societari, attesta in conformità a quanto previsto dal secondo comma dell'art. 154/bis del "Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria" che, a quanto consta, le situazioni economiche e patrimoniali rappresentate nel presente Documento Informativo corrispondono alle risultanze documentali, ai libri e alle scritture contabili.

18 dicembre 2008



Stefano Francavilla

Dirigente Preposto alla Redazione di Documenti Contabili Societari

ALLEGATI:

- A. Relazione di stima delle Partecipazioni in data 31 luglio 2008, a firma del prof. dott. Francesco Perrini;
- B. Relazione della Società di Revisione Reconta Ernst & Young S.p.A. concernente l'esame dei dati economici e patrimoniali consolidati pro-forma.

PROF. DOTT. FRANCESCO PERRINI

ALERION

RELAZIONE DI STIMA DEL VALORE DELLE PARTECIPAZIONI DI
ALERION INDUSTRIES S.P.A. OGGETTO DI CESSIONE A
INDUSTRIA E INNOVAZIONE S.P.A.

PROF. DOTT. FRANCESCO PERRINI

INDICE

1. Oggetto dell'incarico	2
2. Approccio e ipotesi di lavoro	3
3. Informazioni e documenti di riferimento	4
4. Descrizione dell'operazione	7
5. Descrizione delle Società oggetto dell'operazione	10
6. Criteri e metodi di valutazione	29
7. Stima del valore delle Società	43
8. Parere sull'operazione	57
9. Limitazioni	58
10. Conclusioni	60
Allegato	61

1. OGGETTO DELL'INCARICO

Alerion Industries S.p.A. (di seguito anche "Alerion" ovvero, unitamente alle società controllate, "Gruppo Alerion"), in data 21 aprile c.a., con lettera del Dott. Giulio Antonello, in qualità di Amministratore Delegato di Alerion Industries S.p.A., con sede in via Durini 16/18 a Milano, e Industria e Innovazione S.p.A. (di seguito anche "Industria e Innovazione" o, assieme ad Alerion, le "Parti"), con lettera datata 8 luglio u.s., dell'Avv. Roberto Albertazzi, in qualità di amministratore unico di Industria e Innovazione, hanno nominato il Prof. Dott. Francesco Perrini, socio unico della FP S.r.l., iscritto all'ordine dei Dottori Commercialisti di Milano e nel registro dei Revisori Contabili¹ (di seguito anche il "Perito"), quale esperto comune per la redazione di una relazione di supporto (d'ora innanzi anche "Relazione") agli organi deliberanti di Alerion e di Industria e Innovazione per la stima del valore di mercato delle partecipazioni di Alerion oggetto di cessione a Industria e Innovazione, di seguito elencate:

- 24,65% di Realty Vailog S.p.A., 9,05% di Reno de Medici S.p.A., 17,84% di Mediapason S.p.A., 15,00% di RCR Cristalleria Italiana S.p.A., 3,57% di Banca MB S.p.A., 10,00% di Officine CST S.p.A. (di seguito, le "Partecipazioni" ovvero le "Società");
- del prestito obbligazionario convertibile emesso da RCR Cristalleria Italiana S.p.A. ed interamente sottoscritto da Alerion (di seguito anche "POC RCR" o assieme alle Partecipazioni il "Portafoglio");

nonché per esprimere un'opinione sulla congruità dell'operazione che coinvolge le suddette Società.

Alerion, avendo approvato un progetto di riorganizzazione (la "Riorganizzazione") volto a focalizzare le attività industriali nel settore delle fonti energetiche rinnovabili, ha progettato la cessione a Industria e Innovazione delle attività diversificate ("non energy") e cioè le partecipazioni in Realty Vailog S.p.A., Reno de Medici S.p.A., Mediapason S.p.A., RCR Cristalleria Italiana S.p.A., Banca MB S.p.A. e Officine CST S.p.A. e il POC RCR (di seguito, unitamente alle Partecipazioni, il "Portafoglio"). Alerion e Industria e Innovazione hanno chiesto al Perito di esprimersi in merito al possibile valore del Portafoglio, con il fine ultimo di supportare gli organi deliberativi di Alerion e di Industria e Innovazione nelle decisioni che essi dovranno assumere in relazione alla definizione di un congruo prezzo di trasferimento nell'operazione tra parti correlate.

Ai fini dell'incarico ricevuto coerentemente con quanto richiesto al Perito, la Relazione contiene l'indicazione e la descrizione dei criteri di valutazione adottati e la determinazione del valore di mercato del Portafoglio. Alla luce dell'obiettivo evidenziato, dunque, il mandato affidato a chi scrive ha per oggetto la stima di un intervallo relativo al valore delle Partecipazioni nel loro complesso.

La presente Relazione è stata redatta con la finalità esclusiva di fornire elementi e considerazioni di supporto agli organi sociali deliberativi in merito al valore delle partecipazioni e del POC RCR oggetto di trasferimento. Gli organi deliberativi della cedente e dell'acquirente rimangono, in ogni caso, sovrani nello stabilire i termini e le modalità di valorizzazione del Portafoglio.

¹ Prof. Dott. Francesco Perrini, nato a Bari il 10 dicembre 1965, iscritto all'albo dei dottori commercialisti di Milano al n° 4687, revisore contabile ai sensi del D.Lgs. 27 gennaio 1992 n. 88 e del DPR 20 novembre 1992 n. 474 con Decreto Ministeriale del 12 aprile 1995 G.U. n. 97 bis del 19 dicembre 1995.

La presente Relazione ha carattere consultivo e indipendente.

La presente Relazione ha natura riservata ed è destinata – come detto – esclusivamente agli organi deliberativi di Alerion e di Industria e Innovazione; la stessa non può essere riprodotta, divulgata o mostrata a terzi estranei, o pubblicata per qualsiasi scopo, senza aver preventivamente ottenuto il consenso scritto di chi scrive.

Resta inteso che anche nel caso in cui la presente Relazione sia posta in circolazione, distribuita a terzi, pubblicata o comunque resa pubblica, chi scrive non potrà in alcun modo essere ritenuto responsabile per qualsiasi eventuale conseguenza pregiudizievole discendente da decisioni adottate a seguito della lettura della Relazione medesima.

La presente Relazione pertanto non dovrà essere impiegata per fini diversi da quelli per cui è stata redatta.

Le condizioni del presente incarico non prevedono l'aggiornamento dei risultati ottenuti in seguito alla data di consegna della presente Relazione.

2. APPROCCIO E IPOTESI DI LAVORO

Nell'affrontare una valutazione il Perito è prioritariamente chiamato a individuare le finalità che tale valutazione deve perseguire. Deve scegliere tra le diverse soluzioni metodologiche, elaborate dalla dottrina e utilizzate nella prassi, quella che meglio si adatta alla fattispecie aziendale osservata e che più razionalmente consente di raggiungere le finalità del processo di valutazione.

In linea teorica, la relazione di stima è volta a tutelare interessi diversi e spesso contrapposti: (i) l'interesse dei terzi in generale, (ii) l'interesse dei soci della società acquirente, (iii) l'interesse del cedente di non subire un ingiustificato e diretto deprezzamento di quanto viene trasferito.

Secondo la prassi consolidata il Perito deve pervenire a una valutazione dei beni oggetto di cessione che risulti quanto più possibile: (a) astratta, ovvero non condizionata da interessi particolari, (b) razionale, ovvero costruita e argomentata attraverso un processo logico, argomentabile e condivisibile, (c) obiettiva, ovvero facilmente dimostrabile, (d) stabile, ovvero non influenzata da elementi rapidamente mutevoli.

Stante le considerazioni esposte, il valore che verrà individuato nella Relazione di stima deve essere considerato un valore che in condizioni normali può essere ragionevolmente attribuito al capitale economico delle società, osservate in una situazione di autonomia operativa e tenuto conto delle caratteristiche dell'operazione.

La presente Relazione è redatta sulla base delle ipotesi riportate di seguito.

Si assume come data di riferimento delle valutazioni il 31 dicembre 2007, pur avendo considerato gli eventi societari successivi e le partecipazioni nella configurazione attuale², come oggetto di compravendita.

² Anche se le percentuali di possesso delle partecipazioni sono riferite a quelle effettive alla data di riferimento della presente Relazione sono cioè quelle effettivamente oggetto di compravendita, come ad esempio per Banca MB e Reno de Medici, che per esempio la configurazione del Gruppo tiene conto della fusione con Cascades avvenuta successivamente alla data di riferimento della stima.

Si fa riferimento a una situazione di continuità di gestione ("going concern"); di conseguenza, le attività svolte dalle Società oggetto di stima sono considerate in funzionamento, senza radicali mutamenti di gestione con riferimento al proprio dichiarato core business e per il periodo a cui si riferiscono i piani operativi presi in esame.

Le componenti reddituali, patrimoniali e finanziarie di natura previsionale utilizzate per la stima del valore di mercato delle Società sono state determinate facendo esclusivo riferimento alle informazioni ricevute da Alerion o pubblicamente disponibili per quanto riguarda le Società quotate, insieme alla documentazione fornita a chi scrive dal management di Alerion e delle Società stesse per le non quotate. La stima condotta da chi scrive non ha considerato il possibile insorgere di passività potenziali. Le previsioni – ove esistenti – costituiscono allo stato attuale la migliore stima della direzione aziendale dei risultati attesi per il periodo.

Per le analisi di carattere storico, chi scrive ha preso in esame anche i bilanci d'esercizio delle Società al 31 dicembre 2004, al 31 dicembre 2005, al 31 dicembre 2006. Le componenti economiche e patrimoniali al 31 dicembre 2007 utilizzate per le analisi valutative sono basate sul Bilancio al 31 dicembre 2007, ragionevolmente considerato il prioritario riferimento, stante la base dati a disposizione di chi scrive, alla data di stesura della presente Relazione. Laddove disponibile si è fatto riferimento anche al Budget 2008.

Le analisi e le valutazioni svolte sono basate sugli eventi ritenuti certi o ragionevolmente prevedibili al momento della stesura della presente Relazione. Chi scrive ha escluso dalle analisi e dalle proiezioni tutti gli elementi di natura eminentemente straordinaria e dunque non ragionevolmente prevedibili, non coerenti con i principi di logica e prudenza adottati nel presente lavoro.

Chi scrive ha fatto pieno ed esclusivo affidamento sulla veridicità, accuratezza e completezza di tutti i dati pubblicamente disponibili e di tutte le informazioni ricevute per l'espletamento dell'incarico, senza dar corso ad alcuna verifica indipendente sugli stessi.

3. INFORMAZIONI E DOCUMENTI DI RIFERIMENTO

Nello svolgimento delle analisi propedeutiche alla formulazione della presente Relazione, il sottoscritto si è basato sulle informazioni ricevute da Alerion o pubblicamente disponibili, nonché su dati e informazioni acquisiti esclusivamente nei colloqui con la Direzione di Alerion e di alcune delle Società non quotate partecipate, in specifico tenutisi nei mesi di maggio e giugno, che includono la seguente documentazione³ di supporto suddivisa per le Società oggetto di valutazione, ove non diversamente specificato:

1. Per Reno de Medici S.p.A.:
 - Bilancio d'esercizio al 31 dicembre 2004;
 - Bilancio d'esercizio al 31 dicembre 2005;
 - Bilancio d'esercizio al 31 dicembre 2006;
 - Bilancio d'esercizio e bilancio consolidato al 31 dicembre 2007;
 - Relazione trimestrale al 31 marzo 2008;

³ L'intera documentazione, sia quella fornita dalle Parti o dalle Società, sia quella raccolta e utilizzata per la stesura della presente Relazione, è depositata presso lo studio di chi scrive.

- Relazione illustrativa del Consiglio di Amministrazione di Reno De Medici S.p.A. sulla proposta di assegnazione delle azioni proprie in sede di concambio di fusione;
- Relazione illustrativa del Consiglio di Amministrazione di Cascades Italia S.r.l. sul progetto di fusione;
- Relazione della società di revisione sul rapporto di cambio delle azioni, ex art. 2501-sexies c.c.;
- Documento Informativo. Fusione per incorporazione di Cascades Italia S.r.l. in Reno De Medici S.p.A.;
- Aggiornamenti al Documento Informativo relativo alla fusione per incorporazione di Cascades Italia S.r.l. in Reno De Medici S.p.A.;
- Fairness Opinion dell'Advisor Merrill Lynch del 13 settembre 2007;
- Analisi Interim del 31 marzo 2008;
- Presentazione alla Borsa Italiana del 31 marzo 2008.

2. Per Realty Vailog S.p.A.:

- Bilancio d'esercizio al 31 dicembre 2006;
- Bilancio d'esercizio e bilancio consolidato al 31 dicembre 2007;
- Resoconto Intermedio, Gestione Primo Trimestre 2008;
- Linee guida del piano strategico 2008-2010;
- Atto di scissione del 2006;
- Prospetto di quotazione, datato 2006;
- Prospetto informativo relativo all'aumento di capitale sociale del 2006;
- Documento informativo relativo all'acquisizione di Adriatica Turistica;
- Prospetto informativo per la quotazione di azioni derivanti dall'aumento di capitale destinato a Piovesana Holding del 20 luglio 2007;
- Documento informativo relativo all'acquisizione della partecipazione di controllo in Vailog S.r.l..

3. Per Mediapason S.p.A.:

- Bilancio consolidato al 31 dicembre 2005;
- Bilancio consolidato al 31 dicembre 2006;
- Bilancio d'esercizio e bilancio consolidato al 31 dicembre 2007;
- Linee guida del Budget 2008, presentazione al Consiglio di Amministrazione del 4 marzo u.s.;
- Posizione Finanziaria Netta al 31 marzo 2008;
- Contratto di Locazione Finanziaria con IntesaLeasing S.p.A. per l'immobile, sede di Mediapason, in via Colico n.36, per un corrispettivo totale di Euro 22,3 milioni più IVA, della durata di 15 anni, stipulato in data 11 aprile 2006;

- Verbale di Assemblea Straordinaria della Eurovision Partecipazioni S.p.A. ora Mediapason S.p.A. del 5 dicembre 2005, per fissare un aumento di capitale fino a un massimo di 9.265.000 Euro, mediante emissione di 3.815.000 azioni ordinarie, ciascuna del valore nominale di 1 Euro, con sovrapprezzo di 2,67 Euro per azione, in occasione dell'ingresso tra i soci di Industria & Finanza SGR S.p.A. – Fondo I.F. Investimenti con il 17,84%;
 - Verbale di Assemblea Straordinaria della Eurovision Partecipazioni S.p.A. ora Mediapason S.p.A. del 28 febbraio 2006 per cambio denominazione in Mediapason e modifica dello statuto; Statuto attuale della Società;
 - Insieme di chiarimenti ricevuti dall'Alta Direzione di Alerion e di Mediapason per la formulazione della presente Relazione.
4. RCR Cristalleria Italiana S.p.A.:
- Bilancio d'esercizio e consolidato al 31 dicembre 2007;
 - Risultati del primo trimestre 2008;
 - Budget a livello consolidato 2008, redatto in data 29 febbraio 2008;
 - Company Profile di RCR Cristalleria Italiana S.p.A.;
 - Posizione Finanziaria Netta consolidata;
 - Contratto di Opzioni di Vendita azioni CALP, oggi RCR Cristalleria Italiana S.p.A., al Gruppo Lucherini, datato 28 maggio 2007;
 - Patto parasociale CALP;
 - Statuto della Società;
 - Insieme di chiarimenti ricevuti dalla Direzione di Alerion per la formulazione della presente Relazione.
5. Officine CST S.p.A.:
- Bilancio d'esercizio al 31 dicembre 2004;
 - Bilancio d'esercizio al 31 dicembre 2005;
 - Bilancio d'esercizio al 31 dicembre 2006;
 - Bilancio d'esercizio al 31 dicembre 2007;
 - Insieme di chiarimenti ricevuti dall'Alta Direzione di Alerion per la formulazione della presente Relazione.
6. Banca MB S.p.A.:
- Bilancio d'esercizio al 31 dicembre 2005;
 - Bilancio d'esercizio al 31 dicembre 2006;
 - Bilancio d'esercizio al 31 dicembre 2007;
 - Linee guida Piano Industriale 2008-2010, approvato dal Consiglio di Amministrazione del 29 ottobre 2007;
 - Documentazione Aumento di Capitale da 70 milioni in corso nel 2008;
 - Presentazione istituzionale di Banca MB presente sul sito www.bancamb.it.

7. Bozza di "Accordo di Compravendita di partecipazioni sociali" tra Alerion e Industria e Innovazione, datata luglio 2008.

Sono stati inoltre utilizzati dati, informazioni e documenti integrativi necessari per l'approfondimento delle tematiche inerenti l'oggetto della presente Relazione. In particolare:

- i) sono state realizzate ricerche specifiche su banche dati specialistiche (Bloomberg, Datastream, FactSet, Mergermarket, Zephir e Osservatorio "Merger & Acquisition", Finindustria, Università Bocconi);
- ii) sono stati impiegati studi di settore prodotti da analisti indipendenti (quali ad esempio Databank, "Televisioni Pubbliche e Private" a cura di Competitors®; Relazione sull'attività svolta e sui programmi di lavoro, 2007 – AGCOM);
- iii) analisi finanziarie – anche pubblicamente disponibili – predisposte da SIM e banche d'investimento (p.e. Banca Intermonte del 1/02/2008 e del 31/03/2008 per Reno de Medici);
- iv) bilanci di società concorrenti, articoli di stampa specializzata e altre informazioni disponibili al pubblico e informazioni addizionali inerenti ai bilanci e ai dati gestionali della Società.

4. DESCRIZIONE DELL'OPERAZIONE

Nel corso degli ultimi anni il Gruppo Alerion ha perseguito una strategia di focalizzazione nel settore delle energie rinnovabili, con una graduale trasformazione da holding di partecipazioni a gruppo industriale attivo nella costruzione e gestione di parchi eolici, impianti fotovoltaici e impianti di valorizzazione di biomasse liquide e solide.

Le attività del Gruppo Alerion attualmente comprendono un portafoglio di partecipazioni diversificate in settori "non energy", non sinergiche con il core business del Gruppo e caratterizzate da differenti profili rischio/rendimento, per le quali si prevede, nell'ambito del progetto di Riorganizzazione, la cessione a Industria e Innovazione.

L'operazione in oggetto è dunque finalizzata alla cessione di sei partecipazioni di minoranza industriali e finanziarie e del prestito obbligazionario convertibile RCR a Industria e Innovazione che, con una strategia di holding di partecipazioni avrà la mission di valorizzare il Portafoglio, attraverso il perseguimento dei piani di sviluppo delle Partecipazioni principali e la realizzazione di nuovi investimenti strategici per il consolidamento della crescita nei settori di riferimento.

L'operazione è volta a consentire a Industria e Innovazione di proseguire la valorizzazione delle Partecipazioni acquisite con un azionariato consono al profilo di rischio/rendimento dell'attività svolta, cui prospettare un ritorno adeguato sul capitale investito.

Industria e Innovazione avrà l'opportunità di completare il processo di sviluppo delle Partecipazioni, già avviato all'interno del Gruppo Alerion, facendo leva sulle prospettive di crescita delle suddette Società.

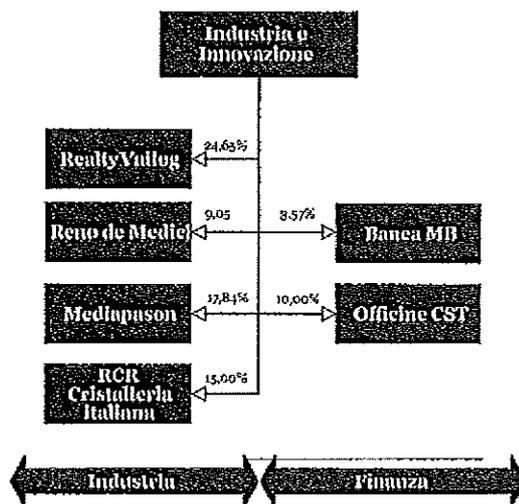
Alerion completerà la trasformazione del Gruppo da holding diversificata, tipicamente valutata a sconto dal mercato, a società focalizzata su di un unico business e con una chiara mission strategica. In tal modo, Alerion potrà destinare maggiori risorse al finanziamento degli investimenti nel settore delle energie rinnovabili.

Il suddetto progetto di riorganizzazione si iscrive nell'ambito di una più ampia operazione strategica di Alerion che prevede, tra l'altro, l'ingresso di F2I S.G.R. S.p.A. (di seguito "F2i") nel suo azionariato, mediante l'acquisto di azioni dei pattisti di Alerion e la sottoscrizione da parte di F2i di un aumento di capitale di Alerion ad esso riservato, con esclusione del diritto di opzione ai sensi dell'art. 2441, comma 4, secondo periodo, C.C..

Le partecipazioni di Alerion che costituiranno il Portafoglio ceduto a Industria e Innovazione sono, quindi:

- 24,65% di Realty Vaillog S.p.A.,
- 9,05% di Reno de Medici S.p.A.,
- 17,84% di Mediapason S.p.A.,
- 15,00% % di RCR Cristalleria Italiana S.p.A.,
- 10,00% di Officine CTS S.p.A.,
- 3,57% di Banca MB S.p.A.,
- nonché il prestito obbligazionario convertibile (POC) emesso da RCR Cristalleria Italiana S.p.A. ed interamente sottoscritto da Alerion.

Le prime 4 sono partecipazioni riferibili a imprese industriali, mentre le altre 2 sono relative a società finanziarie. Di seguito è rappresentata la struttura societaria di Industria e Innovazione post acquisizione del Portafoglio da Alerion:



Pertanto, l'attività di Industria e Innovazione risulterà concentrata nelle seguenti aree, in un'ottica di valorizzazione di medio periodo:

- Parchi logistici (Realty Vaillog)
- Media locali (Mediapason)
- Cartario/Imballaggio (Reno De Medici)
- Finanziario (Officine CST, Banca MB).

L'operazione avrà, in estrema sintesi, le seguenti caratteristiche:

- la cessione da parte di Alerion a Industria e Innovazione delle Partecipazioni e del Prestito Obbligazionario Convertibile RCR (il "Portafoglio") ad un prezzo complessivamente pari a circa 55,7 milioni di Euro;
- il prezzo sarà corrisposto da Industria e Innovazione ad Alerion come segue:
 - (a) per 27 milioni di Euro circa alla data di esecuzione dell'accordo di compravendita;
 - (b) per 28,7 milioni di Euro circa in una "seconda tranche", in via dilazionata, alla data del 31 dicembre 2011, con le seguenti modalità.
Sulla seconda tranche del prezzo sarà applicato un tasso fisso del 7,5% annuo, con capitalizzazione annua al 31 dicembre di ciascun anno con decorrenza dalla data dell'esecuzione degli interessi maturati fino al 31 dicembre 2010 e comunque con facoltà di rimborso anticipato.
In caso di dismissione⁴ di una o più delle Partecipazioni prima della data di pagamento della seconda tranche, l'acquirente corrisponderà al venditore una percentuale pari all'80% dei relativi proventi, al netto delle relative imposte dirette e al netto di quanto eventualmente dovuto a titolo di "integrazione di prezzo" (come di seguito definito), a titolo di pagamento anticipato della corrispondente parte della seconda tranche del prezzo;
- la retrocessione inoltre ad Alerion di una parte delle plusvalenze⁵ da cessione eventualmente realizzate da Industria e Innovazione ("integrazione di prezzo"). In particolare, nei primi 12 mesi l'acquirente corrisponderà ad Alerion una quota pari al 50% della plusvalenza al netto del carico fiscale (da calcolarsi tenendo anche conto dell'effetto fiscale dell'integrazione di prezzo); mentre nei successivi 12 mesi dall'atto del trasferimento del Portafoglio corrisponderà una quota pari al 30%.
In caso di minusvalenze derivanti dalle dismissioni realizzate nei medesimi periodi, calcolate con le stesse modalità previste per le plusvalenze andranno automaticamente a riduzione delle plusvalenze ai fini del calcolo dell'integrazione di prezzo, ivi compresi i relativi effetti fiscali.
Nessuna riduzione di prezzo, infine, sarà riconosciuta all'acquirente per l'ipotesi in cui le minusvalenze siano superiori agli importi delle plusvalenze.
- la seconda tranche del prezzo sarà assistito da pegno su tutte le Partecipazioni azionarie, quindi, con esclusione del POC RCR.

In conclusione, le Parti convengono che, in caso di mancato avveramento entro il termine di 180 giorni dalla data di sottoscrizione dell'Accordo, l'Accordo stesso cesserà di avere ogni efficacia a tutti gli effetti e le Parti saranno liberate da ogni obbligazione assunta con l'Accordo stesso.

⁴ Con il termine "dismissione" si fa riferimento a qualsiasi operazione che comporti - anche, a titolo esemplificativo, attraverso la distribuzione di riserve patrimoniali, il realizzo totale o parziale dell'investimento da parte di Industria e Innovazione.

⁵ Con il termine "plusvalenza", con riferimento a ciascuna delle Partecipazioni, si intende la differenza tra (a) i proventi a qualsiasi titolo percepiti dall'Acquirente in conseguenza della Dismissione della Partecipazione e (b) il prezzo indicato, per ciascuna delle Partecipazioni nell'accordo. In caso di dismissione parziale della Partecipazione da parte di Industria e Innovazione S.p.A., la Plusvalenza sarà calcolata sulla quota effettivamente dismessa, in base al prezzo per azione.

5. DESCRIZIONE DELLE SOCIETÀ OGGETTO DELL'OPERAZIONE

Nel prosieguo, chi scrive fornisce una descrizione delle Società oggetto di valutazione ai fini dell'operazione descritta al paragrafo precedente: Reno de Medici, Realty Vallog, Mediapason, RCR Cristalleria Italiana, Officine CTS, Banca MB.

5.1. RENO DE MEDICI

Reno de Medici SpA⁶ è una società operante nel settore cartario e quotata sul segmento Star della Borsa Valori di Milano. La società, attraverso cinque stabilimenti in Italia (Pontenuovo di Magenta (Mi), Ovaro (Ud), Santa Giustina (Be), Marzobotto (Bo), Villa S. Lucia (Fr)) e uno in Spagna (Almazan), produce cartoncino a base di fibre riciclate destinato principalmente ad aziende che operano nel settore cartotecnico e grafico, all'imballaggio di beni di largo consumo, nonché agli utilizzatori finali dei prodotti, collocandosi al primo posto in Italia e al secondo in Europa.

Il Gruppo, alla data di redazione della Relazione, è costituito, oltre che da Reno De Medici S.p.A., dalla società produttiva Reno De Medici Iberica S.L., dalle società commerciali Reno De Medici Deutschland GmbH, RDM France S.a.r.l. e Cartiera Alto Milanese, dalle società che si occupano di allestimento e distribuzione Barneda Carton SA, Emmaus Pack S.r.l. e Pac Service S.p.A., nonché dalle società operanti in Francia, Regno Unito e Germania acquisite a seguito della fusione con Cascades, perfezionata nel febbraio 2008.

La società, costituita nel 1967 come Cartiera del Reno S.r.l., con sede a Milano e stabilimento a Marzobotto (BO), ha acquisito nel 1985 la Ovaro S.p.A. e nel 1986 la Cartiera Binda de Medici dello stabilimento di Ciriè (TO). A seguito di tale acquisizione ha modificato la propria denominazione in Reno De Medici S.p.A.

Nel 1992 si è avuto l'ingresso nel capitale delle Grafiche Capretta S.p.A., società cartotecnica, che nel 1995 raggiunge una partecipazione pari al 70% del capitale sociale. Sempre nel 1995 viene effettuata la fusione di Ovaro S.p.A. in Reno De Medici S.p.A., che nel 1996 viene ammessa alla quotazione in Borsa e nel 1997 si fonde in Saffa S.p.A.

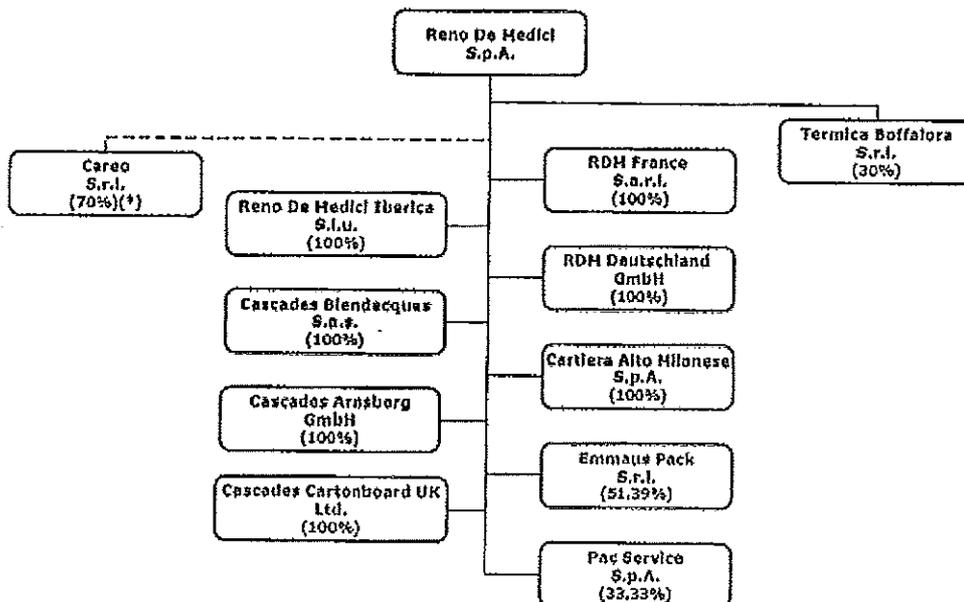
Nel 1999 Grafiche Capretta S.p.A. si fonde in Bianchi Saffapack S.p.A., dando vita ad Europoligrafico S.p.A. Nel 2001 viene effettuata l'acquisizione di Aticarta S.p.A. con cartiera a Pompei e cartotecnica a Rovereto. Nel corso del 2005 viene perfezionata la cessione di Europoligrafico S.p.A. e di Aticarta S.p.A.

Nel 2006 la Società ha proceduto alla scissione di parte del proprio patrimonio immobiliare non funzionale all'attività industriale con la creazione di una società per azioni di nuova costituzione denominata RDM Realty S.p.A. e quotata al mercato Expandi.

Nel settembre 2007 il Consiglio di Amministrazione della Società ha approvato la fusione per incorporazione di Cascades Italia S.r.l., società veicolo contenente le attività europee del gruppo Cascades Inc., quotata presso il mercato azionario di Toronto. L'atto di fusione viene perfezionato nel febbraio 2008, dopo il parere favorevole delle competenti autorità Antitrust.

⁶ Reno De Medici S.p.A., Capitale Sociale 185.122.487,06 euro interamente versato - Codice fiscale, Numero di iscrizione al Registro delle Imprese di Milano e Partita IVA n. 00883670150 - Sede in Milano, Via dei Bossi, 4.

La struttura del Gruppo, alla data di redazione del presente documento, risulta così costituita:



(*) Società operativa dal 1° aprile 2008.

Il capitale sociale risulta, a seguito della fusione con Cascades, così ripartito:

Azionariato	
SOCI	%
Cascades SA	30,64%
Alerion Industries SpA	9,05%
Siano Dante	5,54%
Euroinvest Finanza Stabile Srl	5,51%
Banca Popolare di Milano SCRL	2,33%
Mercato	46,93%
TOTALE	100%

Le principali linee guida strategiche riguardano:

- la realizzazione di economie di scala e di sinergie produttive e commerciali grazie alla fusione con Cascades, allineando la redditività del gruppo a quella del leader di mercato;
- l'integrazione della struttura a seguito della fusione, con una riduzione dei costi logistici grazie a una più efficiente allocazione della produzione nei diversi stabilimenti europei, a una specializzazione produttiva degli impianti e a una razionalizzazione e integrazione della struttura commerciale;
- il miglioramento dell'efficienza energetica dei singoli impianti; e
- l'espansione dell'attività produttiva attraverso l'ampliamento del portafoglio prodotti ed acquisizioni.

Alla data del 31 dicembre 2007, la società presentava, a livello consolidato, un Capitale Investito Netto di Euro 229 milioni, una Posizione Finanziaria Netta di Euro 114 milioni e un Patrimonio Netto pari a Euro 115 milioni, come di seguito evidenziato (valori in Euro milioni).

Dati patrimoniali consolidati		31/12/2007
Attività non correnti		197
Attività non correnti destinate alla dismissione		6
Passività non correnti, TFR e altri fondi	-	28
Attività (passività) correnti	-	15
Circolante commerciale		69
Capitale investito netto		229
Capitale investito netto		229
PFN		114
Patrimonio Netto		115

I principali dati economici consolidati del Gruppo facente capo a Reno de Medici evidenziano per il 2007 un Risultato Netto pari a 1 milione di Euro, a fronte di un EBIT di Euro 11 milioni, di un Ebitda pari a Euro 30 milioni e Ricavi per Euro 342 milioni. La seguente tabella evidenzia i dati economici consolidati espressi in Euro milioni.

Dati economici consolidati		31/12/2007
Ricavi Netti		342
EBITDA		30
Ammortamenti e svalutazioni	-	19
EBIT		11
Proventi/Oneri da partecipazioni		1
Utile/Perdita di periodo		1
Utile/Perdita di competenza del Gruppo		1

5.2. REALTY VAILOG

Realty Vallog SpA⁷ è una società quotata a Milano sul mercato Expandi - RLTMi dal giugno 2006 e operante nel settore immobiliare, sia attraverso lo sviluppo immobiliare di aree oggetto di riqualificazione urbanistica con particolare vocazione al settore della logistica industriale, sia mediante l'attività di gestione di patrimoni immobiliari al servizio di attività logistiche, turistiche, commerciali e di intrattenimento.

La Società opera in Europa, principalmente in Italia, Spagna, Olanda e Romania, negli Stati Uniti e in Cina, con uffici a Milano e Shanghai.

Realty Vallog è nata nel giugno del 2006, come RDM Realty, in seguito all'operazione di scissione parziale proporzionale di Reno de Medici, posta in essere allo scopo di valorizzare le attività immobiliari non strumentali all'attività industriale presenti nel portafoglio del Gruppo Reno de Medici. Tra queste attività immobiliari si possono menzionare quelle di Magenta-Boffalora e quelle in Spagna, nei pressi di Barcellona.

⁷ Realty Vallog S.p.A., Capitale Sociale 80.865.006,89 Euro interamente versato - Codice fiscale, Numero di iscrizione al Registro delle Imprese di Milano e Partita IVA n. 05346630964 - REA di Milano n. 1814188 - Sede in Milano Via Durini, 18.

PROF. DOTT. FRANCESCO PERRINI

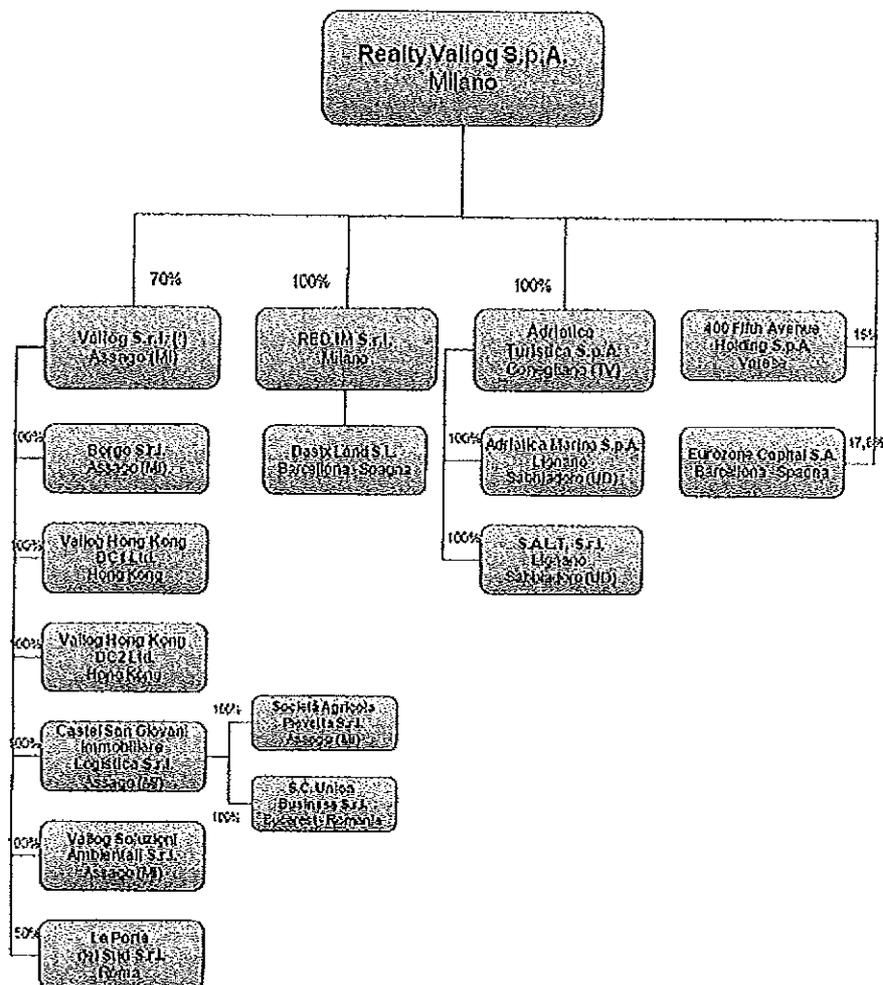
Nel 2006 ha effettuato l'acquisizione del 100% del capitale di Adriatica Turistica, società holding del Gruppo Adriatica Turistica e operante nel settore dei porti turistici, e ha ceduto la partecipazione di Billone Terme.

Nel febbraio 2007 ha formalizzato l'accordo per l'acquisto del 15% del capitale di Fifth Avenue Holding, indirettamente proprietaria di una area immobiliare a New York (USA) e oggetto di un'iniziativa di sviluppo immobiliare che prevede la realizzazione di un grattacielo di 57 piani a Manhattan 400 5th Avenue.

Nel maggio 2007 ha perfezionato l'acquisto del 70% di Vailog S.r.l. (il residuo 30% è stato poi conferito nel febbraio 2008), holding di un gruppo che svolge attività di sviluppo immobiliare a scopo industriale e commerciale.

Nell'ottobre 2007 ha acquisito il residuo 50% di Castel San Giovanni Immobiliare, anch'essa facente capo a Vailog ed operante nel settore dello sviluppo immobiliare a destinazione produttivo-logistica.

Alla data del 31 dicembre 2007, il gruppo facente capo a Realty Vailog SpA era, pertanto, così costituito:



L'azionariato al 27 marzo 2008 era così costituito:

Azionariato	
SOCI	%
Alerion Industries SpA	24,66%
Rugenio Piovesana	15,55%
Fabrizio Bertola	10,51%
Monte Paschi A.M. SGR	2,99%
Mercato	46,29%
TOTALE	100%

Le principali linee guida strategiche per il futuro riguardano:

- l'acquisizione di una posizione di leadership, attraverso la controllata Vailog, nel settore della logistica industriale, settore caratterizzato da interessanti prospettive di crescita;
- la focalizzazione nel settore logistico, valorizzando il know how e l'esperienza del management esistente;
- il presidio e lo sviluppo di aree geografiche strategiche per la logistica delle merci, con particolare focus sull'area compresa tra Asia e Bacino Mediterraneo, ove sono in crescita i volumi di scambio;
- lo sviluppo di opportunità di interesse specifico;
- l'eventuale dismissione degli asset turistici e residenziali per finanziare lo sviluppo del core business.

Alla data di riferimento della stima, il gruppo facente capo a Realty Vailog presentava la seguente situazione patrimoniale.

Dati patrimoniali consolidati al 31/12/2007	Euro/000
Patrimonio immobiliare al costo	124.715
Patrimonio immobiliare al fair value	22.051
Totale Patrimonio Immobiliare	146.766
Goodwill Vailog	5.052
F.do TFR	211
F.do rischi e oneri a lungo	1.829
Imposte differite	18.756
Altre attività/passività	1.354
Capitale Investito Netto	129.668
Posizione Finanziaria Netta	40.405
Patrimonio Netto	89.263

Da tale situazione emerge un valore di mercato del patrimonio immobiliare di Euro 147 milioni, a fronte di un capitale investito netto pari a Euro 130 milioni e indebitamento finanziario netto per Euro 40 milioni; il Patrimonio Netto è pari a Euro 89 milioni.

PROF. DOTT. FRANCESCO PERRINI

I dati economici del gruppo facente capo a Realty Vailog evidenziano un risultato netto di Euro 5 milioni, a fronte di Ricavi per Euro 93 milioni, di un EBITDA di Euro 9 milioni e di un EBIT pari a Euro 7 milioni.

Dati economici consolidati al 31/12/2007	Euro/000
Ricavi totali	92.612
Variazione rimanenze prodotti finiti	- 31.494
Costi operativi	- 52.524
EBITDA	8.594
Ammortamenti e svalutazioni	- 1.490
EBIT	7.104
Proventi/Oneri finanziari	- 2.150
Imposte	59
Utile/Perdita di periodo	5.013

5.3. MEDIAPASON

Mediapason SpA⁸ è il principale gruppo televisivo regionale italiano.

È leader tra le televisioni regionali in Lombardia con tre emittenti:

- Telelombardia e Antenna 3, con una programmazione di tipo generalista, e
- Canale 6, dedicato alle televendite.

In Lombardia, il gruppo ha una quota di mercato di circa il 60% tra le televisioni regionali.

Telelombardia è la prima assoluta in termini di ascolto e Antenna 3 la terza. Telelombardia, nel 2007, è ampiamente la prima in termini di ascolto minuto medio nel Prime Time tra tutte le emittenti locali italiane (57.500) e Antenna 3 (53.300) è al secondo posto, davanti a Telenorba (44.600). I contatti netti di Telelombardia nel 2007 sono stati 10.850.000 contro i 7.560.000 del 2006, anche grazie al fatto che Telelombardia è visibile tramite il satellite nel bouquet di SKY al canale 901 e all'interno della TV via cavo di Fastweb, il che ha consentito di acquisire spettatori anche fuori dalla Regione Lombardia.

La programmazione di Antenna 3 è improntata alla complementarità con Telelombardia in modo da evitare sovrapposizioni di generi e conseguente concorrenza fra le due emittenti. Ciò ha consentito il miglioramento delle performance sia in termini di ascolto che di organizzazione produttiva e il miglioramento dell'offerta al mercato pubblicitario locale e nazionale.

Anche Canale 6 risulta in crescita: è passata da 3.833.000 contatti generati nel 2006 a 4.107.000 del 2007, confermando di essere apprezzata dal pubblico pur essendo una televisione che trasmette quasi del tutto televendite.

Risulta pertanto evidente che l'emittente possiede una buona forza di penetrazione sul territorio

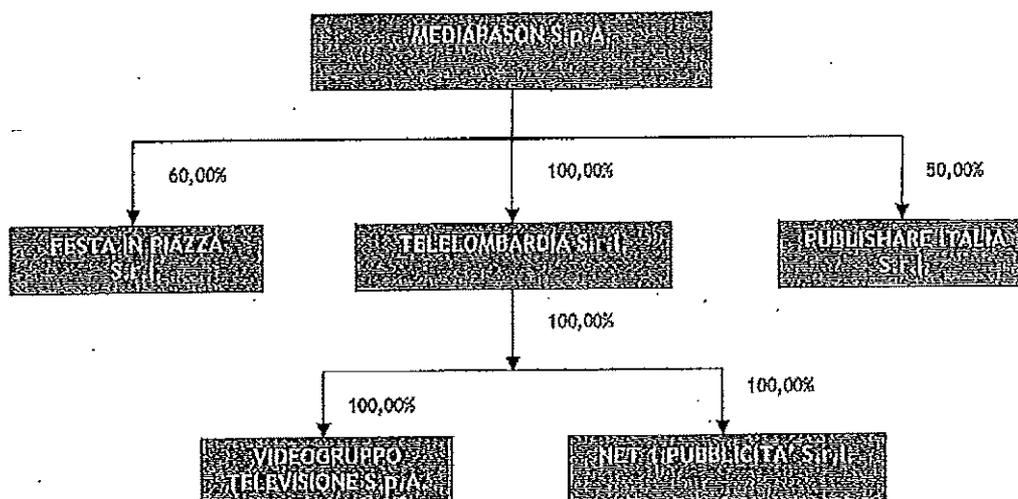
Dal novembre 2006 Mediapason è presente anche in Piemonte grazie all'acquisizione di Videogruppo Televisione SpA. Con tale investimento il gruppo ha compiuto il primo passo di una strategia di consolidamento del mercato del nord-ovest e di contemporanea espansione del business televisivo al di fuori della Regione Lombardia.

⁸ Mediapason S.p.A., Capitale Sociale 8.800.000,00 Euro interamente versato - Codice fiscale, Numero di iscrizione al Registro delle Imprese di Milano e Partita IVA n.01444571002 - REA di Milano n. 05776690587 - Sede in via Colico, 21, 20158 Milano.

Il Gruppo radiotelevisivo è composto oggi dalle seguenti società:

- TeleLombardia S.r.l., controllata al 100%, che controlla i canali lombardi, ovvero è titolare delle concessioni di Telelombardia, Antenna 3 e Canale 6, e a sua volta detiene:
 - Videogruppo Televisione SpA al 100%, che controlla l'emittente piemontese;
 - Net 1 Pubblicità Srl al 100%, che svolge attività di raccolta pubblicitaria a livello locale;
- Publishare Italia Srl, controllata al 50%, joint venture al 50% con la concessionaria radiofonica Radio Reti, svolge attività di raccolta pubblicitaria sui clienti nazionali;
- Festa in Piazza S.r.l., controllata al 60%.

Ad oggi, il gruppo facente capo a Mediapason SpA si presenta così:



Mentre, l'azionariato è così costituito:

Azionariato	
Azionista	% capitale votante
Sandro Parenzo ¹	39,0%
Annalisa Gerotto	18,4%
Alerion	17,8%
Industria & Finanza	17,8%
Sergio Camerino ²	5,9%
Paolonia Immobiliare ³	1,0%
Totale	100,0%

Nota: (1) Amministratore Delegato; (2) Consigliere; (3) Guido Roberto Vitale

Nella sua struttura attuale il gruppo si presenta come un'emittente regionale con specificità territoriali elevate per singola area regionale della Lombardia e del Piemonte. Le linee editoriali vincenti degli anni precedenti sono state sostanzialmente confermate nel recente passato dedicando ampi spazi in palinsesto alle trasmissioni calcistiche, all'informazione e all'intrattenimento leggero. L'autoproduzione, per lo più in diretta, è uno dei punti di forza che pongono il gruppo ai vertici dell'emittenza italiana.

Grazie ai numerosi ripetitori e ponti, il segnale di Telelombardia copre tutto il territorio della Lombardia con un'ottima ricezione anche nel Piemonte (Novara, Vercelli, Biella), in una buona parte della Liguria, nel Nord Est (Verona, Vicenza) fino al Canton Ticino, divenendo di fatto la TV locale lombarda più seguita nella Svizzera di lingua Italiana. Invece, il segnale di Antenna 3 copre tutto il territorio della Lombardia.

Con 9.545.441 di abitanti, la Lombardia è la prima regione italiana in termini di popolazione residente censita (dopo ci sono Campania, Lazio, Sicilia, Veneto, Piemonte e Puglia), con una densità di 400 abitanti per chilometro quadrato. L'età media della popolazione residente a livello regionale è di 44,36 anni. La Lombardia con il Lazio è la regione con prodotto interno lordo maggiore. La Lombardia è anche la regione italiana più ricca in termini di reddito annuo per abitante e di densità di società per azioni, indicatori che la collocano al di sopra della media osservata a livello europeo.

La Lombardia ricopre la prima posizione nel mercato televisivo in termini di contatti medi giornalieri; seguono Veneto, Campania e Puglia. Insieme al Veneto, rappresenta il mercato più sviluppato per le emittenti locali. Le emittenti operanti nel 2007 risultano essere 584, di cui 115 comunitarie e 469 commerciali gestite da 427 società di capitali (Fonte: FRT - Federazione Radio Televisioni). Le emittenti radiotelevisive locali comunitarie in Lombardia sono 12 (Fonte: Ministero delle Comunicazioni).

La concessione per la radiodiffusione televisiva privata in ambito locale su frequenze terrestri (data prevista per lo *switch over* sul digitale 2012⁹) è rilasciata dal Ministero della Comunicazione (Legge 223/1990 - c.d. Legge Mammì¹⁰) sulla base dell'accertamento della presenza di alcuni requisiti tra cui:

- solidità patrimoniale;
- investimenti previsti nell'arco di durata della concessione;
- esperienze maturate nel settore radiotelevisivo;
- occupazione;
- qualità dei programmi.

⁹ La legge 66/2001 ha introdotto i principi normativi di base per il passaggio alle trasmissioni digitali terrestri.

¹⁰ La legge Mammì ha introdotto:

- il sistema delle concessioni TV (autorizzazioni a trasmettere in base a capacità di copertura del territorio);
 - la possibilità di trasmettere in diretta per gli operatori TV privati;
 - i limiti della concentrazione (un unico operatore non può essere titolare di più del 25% del numero di reti nazionali previste dal piano di assegnazione nazionale e comunque non superiore a tre);
 - il divieto di incroci azionari tra quotidiani e radio TV secondo il quale non è possibile: 1) essere titolare di una concessione radio TV se si possiede un quotidiano con più del 16% di tirature nazionali; 2) essere titolare di 2 o più concessioni radio TV se si possiede un quotidiano con più dell'8% di tirature nazionali);
 - limiti all'affollamento pubblicitario: 1) soggetto pubblico: max 4% settimanale, max 12% orario; 2) reti nazionali private: max 15% giornaliero, 18% orario; 3) reti private locali: max 15% giornaliero e 18% orario.
- Successivamente, la legge Maccanico ha, tra le altre cose istituito l'Autorità per le Garanzie nelle Comunicazioni competente sulle questioni antitrust relative al settore della comunicazione e fissato il limite in capo ad un unico soggetto di possedere un numero di emittenti TV inferiore al 20% del totale delle concessioni TV.
- Infine, il d.d.l. Gentiloni individua nuovi criteri per la definizione di posizioni dominanti. Si stabilisce una posizione dominante nel mercato pubblicitario, quella dei soggetti che superano la soglia del 45% delle risorse. "Le tv che assumono una posizione dominante - ha spiegato il ministro Gentiloni - non diventano oggetto di multe e sanzioni. Si è pensato di applicare una diversa misura; quella della riduzione dell'affollamento orario della pubblicità, che passa dal 18 al 16%. Obiettivo di questa misura è che, al contrario delle multe, ha un evidenterissimo effetto redistributivo che è l'obiettivo virtuoso che questa riforma si propone".

La legge Gasparri¹¹ del 2001, invece, ha introdotto i seguenti punti chiave per le TV locali:

- possono interconnettersi sulla rete nazionale per dodici ore al giorno (per sei ore in caso di trasmissione di canali satellitari o emittenti estere);
- possono avere fino a tre concessioni rispetto alla sola consentita fino ad oggi;
- uno stesso soggetto può arrivare fino a sei concessioni o autorizzazioni in bacini non limitrofi, mentre chi trasmette in un numero di bacini superiore a sei può continuare fino all'attuazione del piano delle frequenze digitali;
- i programmi possono essere differenziati per singola Provincia per un quarto delle ore di trasmissione totali;
- l'affollamento pubblicitario e di televendite aumentano dal 35% al 40%;
- le TV locali che non escono dai confini nazionali possono interrompere i film con un blocco di spot in più per ogni tempo;
- il 15% delle spese dell'amministrazione pubblica e degli enti pubblici anche economici per acquisto di spazi sui media va riservato alle TV locali;
- saranno le Regioni e le Province, per i rispettivi ambiti di competenza, a rilasciare abilitazioni, autorizzazioni o concessioni sia per reti e impianti che per i fornitori di contenuti.

La riforma del settore televisivo attualmente in atto con il passaggio alla modalità di trasmissione digitale terrestre produrrà un impatto significativo sul settore televisivo e in particolare sullo sviluppo delle televisioni locali.

Le principali considerazioni relative all'impatto della normativa di settore sullo sviluppo strategico e sul valore delle emittenti locali sono:

- strategie di sviluppo della Rai e degli altri operatori;
- ruolo del fornitore di contenuti;
- contributi, agevolazioni e investimenti dello Stato.

È opportuno sottolineare che il ruolo delle emittenti locali è di fondamentale importanza nell'ambito dell'informazione territoriale per il continuo contatto che realizza tra i cittadini e il territorio. Per questo motivo, la maggior parte degli editori locali non intende cedere le proprie frequenze di trasmissione perché intende impegnarsi a fondo per assumere un ruolo da protagonista nei nuovi scenari digitali.

In questo ambito, le opportunità concesse dalla nuova normativa alle Tv locali sono:

- possibilità di crescita anche in ambito internazionale;
- ampliare il bacino di diffusione;
- migliorare la qualità della programmazione;
- sviluppare sinergie tra emittenti;
- incrementare la raccolta pubblicitaria.

È pertanto auspicabile e probabile che lo Stato sostenga gli investimenti delle emittenti locali al fine di garantire la transizione al digitale e lo sfruttamento delle opportunità della normativa a tutti i soggetti attualmente operanti, come ha fatto e continua a fare con l'erogazione di contributi alle TV locali.

L'attuale riforma del settore televisivo produrrà impatti benefici sulle televisioni locali in termini di aumento dei contributi in forma di contribuzione e agevolazione fiscale per le imprese che procederanno all'innovazione dei propri impianti per il passaggio al digitale terrestre e in termini di diversificazione delle fonti di ricavo.

¹¹ La legge Gasparri è stata approvata dal Parlamento il 2 dicembre 2003.

Le principali linee guida strategiche per il futuro di Mediapason riguardano:

- Il modello di business, che è il c.d. modello "locale", replicabile in altre regioni italiane e basato su forte domanda di news locali e integrazione con il territorio nella produzione di contenuti (tradizioni, tifoserie), che è possibile grazie all'indiscutibile leadership in Lombardia e Piemonte nel mercato delle TV locali.
- Sviluppo di progetti di integrazione video e carta a livello locale, tramite lo sviluppo di sinergie nella raccolta pubblicitaria, push/pull dei due media e ulteriore consolidamento leadership nel nord ovest.
- Il focus sulla produzione di contenuti. Infatti, il trend di settore prevede un oversupply di canali di trasmissione, la focalizzazione sullo sviluppo di contenuti, in alternativa all'attuale trend di aggregazione di frequenze.
- Progetti di sviluppo di canali tematici da distribuire su diverse piattaforme (digitale terrestre, satellite, internet).

I dati economico-finanziari di Mediapason evidenziano una leggera riduzione della marginalità lorda nel 2007, dovuta a effetti contingenti e ai costi di trasferimento nella nuova sede della Bovisa. Infatti, la Società ha effettuato ingenti investimenti sia per la nuova sede di via Colico 21 che per impianti tecnologici digitali. Tali investimenti ottimizzeranno le attività delle emittenti Telelombardia e Antenna 3 in termini di costi e risorse e consentiranno un'adeguata copertura del territorio piemontese dotandolo di risorse e tecnologie adeguate. La nuova sede di circa 11.00 metri quadrati è stata dotata di 6 studi di registrazione e relative regie, 20 sale di montaggio, 20 camerini oltre ad ampi uffici e depositi. Si tratta di un asset di valore della Società.

Per il 2008 si prevede un recupero di Ebitda, riconducibile a un potenziamento della raccolta pubblicitaria e al venir meno delle componenti di costo di cui sopra, come evidenziato dal Budget 2008. Si segnala, infine che nel primo trimestre 2008 il trasloco di Telelombardia si è concluso, mentre quello di Antenna 3 terminerà entro l'anno.

Dal dicembre 2006 la raccolta pubblicitaria sui clienti nazionali è affidata a Publishare Italia, che nel corso del 2007 ha incrementato la raccolta di fatturato pubblicitario nazionale. Di seguito si riportano alcuni dati economici consolidati di sintesi.

Dati economici consolidati (Dati in migliaia di Euro)	31-12-2007	31-12-2008
Ricavi	25.282	28.464
Valore della produzione	27.054	29.320
EBITDA	3.054	3.805
Contributi locali	5.009	3.684
EBITDA pieno	5.800	7.489
Risultato netto	875	1.197

Mediapason presenta al 31/12/2007 la seguente situazione patrimoniale.

Patrimonio netto consolidato al 31/12/2007	(Dati in migliaia di Euro)
Capitale sociale	8.800
Riserva legale	524
Riserva da sovrapprezzo	11.195
Altre riserve (di consolidamento)	347
Utili portati a nuovo	3.041
Utile dell'esercizio	875
Totale patrimonio netto	24.782

Dati patrimoniali consolidati al 31/12/2007

Immobilizzazioni Materiali	32.064
Immobilizzazioni Immateriali	3.122
Immobilizzazioni Finanziarie	135
Circolante commerciale	7.614
TFR e altri fondi	-5.029
Differenze da consolidamento	13.481
Capitale investito netto	51.387
Capitale investito netto	51.387
PFN Banche	2.574
Leasing	24.031
PFN totale	26.605
Patrimonio Netto	24.782

5.4. RCR Cristalleria Italiana

RCR Cristalleria Italiana S.p.A.¹² è un'azienda attiva nella produzione automatica di articoli in cristallo e vetro per la tavola, il regalo e il complemento d'arredo. I prodotti sono commercializzati tramite il brand "RCR".

Il 28 maggio 2007 viene costituita la nuova RCR Cristalleria italiana che diviene la capogruppo e nel luglio 2007, dopo una lunga fase di vicissitudini che hanno visto mutare più volte l'azionariato e che hanno avuto ripercussioni anche sulle performance aziendali, RCR inizia l'attività di produzione e commercializzazione, quindi, con una nuova compagine azionaria e un nuovo management, rilevando il ramo d'azienda produttivo-operativo-commerciale di CALP Cristalleria Artistica S.p.A.¹³. Dunque, attualmente il gruppo sta implementando un complesso piano di riorganizzazione (turnaround), le cui linee guida principali sono:

- ristrutturazione integrale dell'assetto organizzativo rispetto alla precedente gestione;
- passaggio dalla turnazione 4 x 2 alla turnazione 3 x 2 e processo produttivo interamente automatizzato;
- messa a punto definitiva della nuova miscela di vetro sonoro superiore, per l'ingresso nel segmento di mercato del vetro alto di gamma;
- razionalizzazione del portafoglio prodotti e rinnovamento del marketing set dell'azienda;
- contenimento dei costi.

Il 2° semestre 2007, primo periodo di attività del nuovo management, registra un netto miglioramento dei risultati, con il ritorno a una marginalità lorda positiva anche se non sono possibili confronti con i dati precedenti.

Il fatturato è stato di Euro 34,45 milioni, dei quali oltre l'80% realizzato all'estero. La congiuntura mondiale dell'economia è stata sostanzialmente positiva nel corso del 2007,

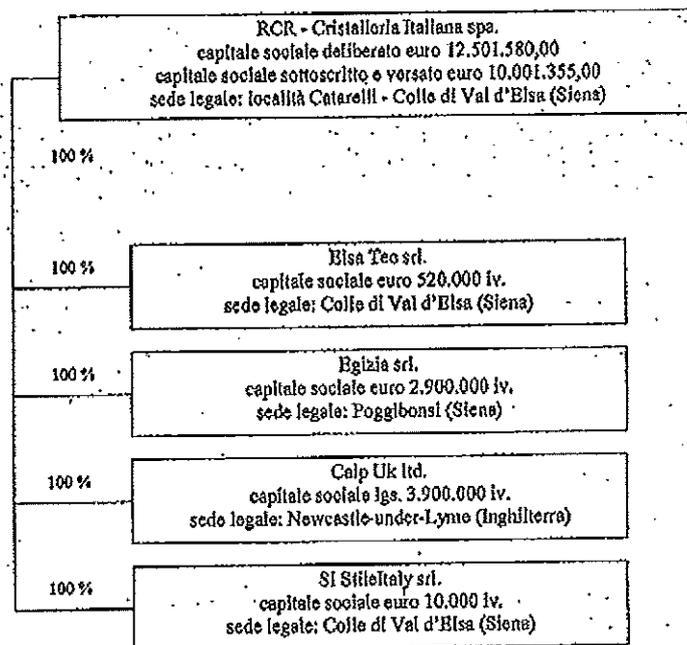
¹² RCR Cristalleria Italiana S.p.A., Capitale Sociale 12.501.580,00 Euro sottoscritto e versato Euro 10.001.355,00 - Codice fiscale, Numero di iscrizione al Registro delle Imprese di Siena e Partita IVA n. 01212980526 - Sede legale in Colle di Val d'Elsa - Siena 53034.

¹³ La CALP Cristalleria Artistica italiana, società con oltre 40 anni di vita, già quotata alla Borsa Valori di Milano e poi delistata, versava in situazione di crisi e necessitava di un piano di rilancio.

pur con un progressivo rallentamento dell'economia sia in USA che in Europa e in Giappone, mentre è proseguita la crescita nelle aree asiatiche.

I ricavi verso i Paesi dell'Unione europea costituiscono il 53% del totale, dove la Germania, grazie alle promozioni, rappresenta da sola il 38%. Si segnala, infine, l'andamento positivo dell'area meridionale che rappresenta il 19% delle vendite.

Ad oggi, il gruppo facente capo a RCR si presenta così strutturato:



La Società ha introdotto sul mercato un nuovo materiale, creato in RCR, assolutamente innovativo e rivoluzionario, frutto di una miscela unica messa a punto dai loro tecnici del laboratorio chimico: il *Luxion*¹⁴. Test eseguiti nei laboratori hanno evidenziato che *Luxion* è una sorta di cristallo trasparente, luminoso e brillante; con il miglior equilibrio trasparenza/luminosità; leggero, resistente e stabile in lavastoviglie.

La RCR ha quindi indirizzato la propria azione commerciale e di marketing perseguendo l'obiettivo di riposizionare i propri marchi, associando una significativa revisione dei listini alla ridefinizione degli assetti distributivi in molti paesi. Le azioni intraprese, in un contesto di domanda non favorevole, hanno permesso un recupero delle quote di mercato consentendo di centrare pienamente gli obiettivi di vendita. Il settore delle promozioni a premio, grazie anche all'ottimo gradimento riservato al *Luxion*, ha registrato volumi importanti e determinati per il raggiungimento degli obiettivi di vendita.

Le vendite sul mercato tradizionale sia italiano che estero sono risultate inferiori a quelle preventivate avendo risentito in modo maggiore del riposizionamento dei marchi e della ridefinizione degli assetti distributivi. Positivo è risultato lo sviluppo del factory outlet adiacente allo stabilimento.

¹⁴ *Luxion* è un marchio registrato da RCR ed è un brevetto che si trova in fase di rilascio.

PROF. DOTT. FRANCESCO PERRINI

Per l'esercizio 2008 si stimano un fatturato di circa Euro 70 milioni, un Ebitda all'incirca pari a Euro 8 milioni e risultati positivi a livello di Ebit e di utile netto. Ciò a fronte di 14.000 tonnellate di vendute e 13.000 di produzione (vs. le 8.500 tonnellate di vendite e 6.500 di produzione realizzate nel 2007). Il fatturato al 29 febbraio risultava superiore a quello di budget.

Dati economici consolidati (Dati in migliaia di Euro)	31-12-2007	31-03-2008
Ricavi	40.150	71.981
Valore della produzione	41.880	69.412
EBITDA	530	8.348
EBIT	-1.670	2.965
Risultato ante imposte	-215	1.995
Risultato netto	-683	305

Alla data di riferimento della stima, il gruppo facente capo a RCR, presentava la seguente situazione patrimoniale consolidata.

Patrimonio netto consolidato al 31/12/2007	(Dati in migliaia di Euro)
Capitale sociale	10.001
Riserva legale	
Riserva da sovrapprezzo	
Altre riserve (di consolidamento/conversione)	122
Utili portati a nuovo	-683
Utile/Perdita dell'esercizio	-812
Totale patrimonio netto di spettanza del gruppo	8.629
Patrimonio netto di terzi	
Totale patrimonio netto	8.629

Dati patrimoniali consolidati al 31/12/2007	
Immobilizzazioni Materiali	14.008
Immobilizzazioni Immateriali	1.929
Immobilizzazioni Finanziarie	76
Circolante commerciale	15.800
TFR e altri fondi	-8.159
Altri debiti	-3.346
Capitale investito netto	20.308
Capitale investito netto	20.308
PFN	11.679
Patrimonio Netto	8.629

L'azionariato è così costituito:

Azionariato	
Azionista	% capitale votante
Finanziaria Senese di Sviluppo (Fi.Sa.S)	30,0%
CALP Immobiliare	25,0%
Aterion	15,0%
Barbara Fioravanti	10,0%
Cofigi	10,0%
Stefano Lucherini	5,5%
Marta Lucherini	4,5%
Totale	100,0%

5.5. Officine CST

Officine CST SpA¹⁵ è una società operante nel settore dei servizi legati a operazioni finanziarie. La Società progetta, implementa e origina prodotti finanziari e servizi per il mercato corporate, istituzionale e retail, in partnership con alcune tra le più importanti istituzioni finanziarie nazionali e internazionali. Officine CST collabora con primarie banche internazionali e nazionali ed è attiva in tutte le seguenti fasi:

- studio del progetto
- supporto alla banca nella presentazione dell'offerta
- implementazione piattaforme informatiche / operative
- attività di due diligence
- attività di execution
- supporto operativo a tutte le controparti coinvolte nel progetto
- eventuale attività di sub-servicing di società veicolo per le cartolarizzazioni caratterizzando il proprio lavoro con:
 - tempi rapidissimi di finalizzazione
 - ingegnerizzazione dei processi
 - totale controllo dell'operatività Web Based
 - massima riservatezza dei dati

Dunque, sia i prodotti che il network sono gestiti attraverso "piattaforme" proprietarie (WIF – Web Intranet Framework) progettate e sviluppate da Officine CST.

La Società è operativa, sia in fase di origination che di servicing, nelle seguenti aree:

- Crediti Sanitari: Origination e Servicing completo a supporto dell'acquisto pro soluto di crediti verso i Sistemi Sanitari Regionali vantati da ogni categoria di fornitore, questo sia nell'ambito di operazioni a carattere regionale, sia direttamente gestite da singole ASL.
- Crediti IVA: Origination e Servicing completo a supporto dell'acquisto pro soluto di crediti verso le Agenzie dell'Entrate, in tutta Italia, attraverso procedure automatizzate, che forniscono un pricing rapido e integrano tutte le attività di due diligence e reporting.
- Finanziamenti Piccole e Medie Imprese (Pmi): Origination e Servicing completo e automatizzato di tutte le fasi di gestione del processo di analisi, erogazione e supporto alla eventuale cartolarizzazione dell'asset.
- Mutui: Origination e Servicing di mutui sia retail che corporate ed edilizi. L'operatività prevede il completo controllo di ogni fase del processo: inserimento della richiesta da parte del mediatore, gestione delle perizie e della relazione notarile preliminare, supporto all'erogazione, al controllo dei flussi di pagamento e alla gestione dei potenziali mutui non performing.
- Progetti energia: Origination e Servicing su iniziative nel settore delle energie rinnovabili. In tale area Officine è in grado di reperire sia capitale di debito sia capitale di rischio.

¹⁵ Officine CTS S.p.A., Sede Legale in Via Salaria n. 251/A - 00198 Roma, Codice Fiscale e iscrizione al Registro Imprese di Roma n. 08018981004 - REA n. 1068629, Capitale Sociale Euro 120.000,00 interamente versato.

- Crediti verso la Pubblica Amministrazione: Origination e Servicing completo a supporto dell'acquisto dei crediti pro soluto verso la Pubblica Amministrazione.
- Crediti Irpeg/Ires: Origination e Servicing completo a supporto dell'acquisto di tali crediti pro soluto in Italia attraverso procedure automatizzate che forniscono un pricing rapido e integrano tutte le attività di due diligence e reporting.
- Special Opportunities: Origination, Servicing per l'acquisto pro soluto di assets derivanti da aziende in situazioni di crisi o coinvolte in procedure concorsuali.
- Altri Assets Illiquidi: Origination e Servicing completo a supporto dell'acquisto di specifiche categorie di assets con il supporto di procedure automatizzate che consentono la completa gestione di ogni singola posizione.
- Crediti Commerciali: Origination e Servicing finalizzato all'acquisto pro soluto e pro solvendo di crediti commerciali.
- Cessione del quinto: Servicing completo per l'acquisto e la gestione di portafogli di finanziamenti da più controparti con analisi di tutti i flussi e reportistica on line in tempo reale.

Nel corso del 2007 la Società ha realizzato i seguenti progetti.

- 1) Regione Lazio:
 - Acquisto crediti Pro soluto ex Del. 1132, Euro 250 milioni, Advisory – Monitoring, Febbraio;
- 2) Regione Lazio – Farmafactoring:
 - Acquisto crediti Pro soluto ex Del. 1132, Euro 350 milioni, Calculation Agent;
- 3) Regione Campania:
 - Acquisto crediti Pro soluto, Euro 40 milioni, Advisory – Monitoring;
- 4) IBL Banca:
 - Acquisto portafogli CDQ, Euro 60 milioni, Servicer;
- 5) Regione Abruzzo:
 - Acquisto crediti Pro soluto, Euro 250 milioni, Advisory – Monitoring;
- 6) Regione Piemonte:
 - Acquisto crediti Pro soluto, Euro 715 milioni, Advisory – Monitoring.

Tra le attività avviate nel febbraio 2007 si segnala è stata costituita una società veicolo, denominata Officine MC Srl controllata al 100% da Officine CST S.p.A. avente come finalità la gestione dell'area di operatività collegata ai mutui, attraverso il completo controllo di ogni fase del processo: istruzione della richiesta, perizia dell'immobile, supporto all'erogazione, controllo dei flussi di pagamento e management dei potenziali mutui non performing.

Si segnala, altresì, la costituzione di una società denominata D Finance S.p.a., con capitale sociale di Euro 600.000,00 avvenuta il 21 aprile 2008 e controllata al 100% da Officine CST S.p.A. che ha presentato domanda di iscrizione nell'elenco generale tenuto presso l'U.I.F. all'art. 106 del T.U.B. e che opererà nel settore dei crediti vantati verso la Pubblica Amministrazione su un progetto sviluppato con Royal Bank of Scotland.

Si segnala, infine, l'apertura di una nuova unità locale avvenuta nel mese di marzo 2008 sita in Roma, Via Sallustiana n. 63, per dare ampliamento agli spazi a disposizione della Società oltre alla sede di Via Salaria 251/a e la sede operativa di Napoli.

PROF. DOTT. FRANCESCO PERRINI

I punti di forza della Società si possono riassumere in:

- Capacità di sviluppare prodotti finanziari innovativi e fortemente concorrenziali rispetto al mercato nazionale;
- Rete commerciale efficiente e capillare segmentata sia sul settore corporate che retail;
- Capacità di gestire l'intero ciclo di sviluppo del prodotto finanziario in tempi rapidi;
- Piattaforma software proprietaria dedicata allo sviluppo e gestione dei prodotti.

Il valore della produzione è composto prevalentemente dai ricavi dell'attività tipica (Euro 3.408.231) e dai rimborsi spese e altri proventi (Euro 141.000). L'utile netto della società nell'esercizio 2007 è risultato all'incirca pari a Euro 600 mila.

Dati economici consolidati (Euro)	31-12-2007
Ricavi	3.549.261
Costi di produzione	-2.461.771
Margine	1.087.480
Proventi ed oneri	23.141
Risultato ante imposte	1.054.339
Risultato netto	582.184

Alla data di riferimento della Relazione, il gruppo facente capo a Officine CST, presentava la seguente situazione patrimoniale consolidata.

Patrimonio netto consolidato al 31/12/2007	Euro
Capitale sociale	120.000
Riserva legale	24.000
Riserva da sovrapprezzo	-
Altre riserve	654.542
Utili portati a nuovo	-
Utile/Perdita dell'esercizio	582.164
Totale patrimonio netto di spettanza del gruppo	1.380.706
Patrimonio netto di terzi	
Totale patrimonio netto	1.380.706

Il capitale sociale è suddiviso in 120.000 azioni del valore nominale di Euro 1 ciascuna ed è così ripartito:

Azionariato	
Azionista	% capitale votante
Oddone Giampiero	51,0%
Servigest AB	25,5%
Alerion SpA	10,0%
Fontanelli Luca	4,5%
Zullo Amedeo	4,5%
Zullo Massimiliano	4,5%
Totale	100,0%

5.6. Banca MB

Banca MB SpA¹⁶ è una banca d'investimento nata nel 2006 dall'integrazione tra NovaGest Sim e Banca MB, che si propone quale interlocutore alternativo alle banche universali, in grado di rispondere in modo tempestivo ed efficiente alle esigenze finanziarie del mercato.

Dopo aver realizzato un aumento di capitale di 11 milioni di Euro, NovaGest Sim ha proceduto all'acquisto del 30% di Banca MB. Successivamente è stato dato avvio a una fusione per incorporazione ("Reverse Merger") di NovaGest Sim in Banca MB.

La complessa operazione ha dato così vita a una nuova banca privata con un patrimonio di circa 47 milioni di Euro e una compagine azionaria che raggruppa nomi di primaria importanza nel mondo finanziario, assicurativo e imprenditoriale.

Banca MB vanta un team composto da professionisti che, grazie a una consolidata esperienza e a un'approfondita conoscenza del mercato e delle sue dinamiche, sono in grado di offrire una consulenza finanziaria altamente specializzata e orientata a costruire, attraverso contatti diretti e costanti, una strategia di investimento focalizzata sulle aspettative dei clienti.

Banca MB si propone al mercato con un'offerta articolata in tre differenti Arce Strategiche d'Affari (ASA), fortemente integrate e organizzate per garantire al proprio mercato di riferimento servizi personalizzati ad alto valore aggiunto (come evidenziato nella figura seguente): Capital Market, Investment Banking, Wealth Management, più Lending.

Banca MB fa della propria indipendenza e assenza di conflitti di interesse il suo fattore critico di successo nelle arce di business in cui è presente.

		Servizi finanziari ad alto valore aggiunto			
		AREE DI BUSINESS			
		Capital Mkt	Inv. Banking	Wealth mgmt	Lending
MERCATO	Istituzionali	●	●		
	Impresa		●		●
	Retail			●	●

Il patrimonio netto della banca risulta pari a quasi 47 milioni di Euro al 31 dicembre 2007, in un esercizio che si è concluso con una perdita di circa Euro 12,2 milioni. Il patrimonio della Banca dovrebbe, a fine 2008, essere intorno a Euro 105 milioni, grazie a un aumento di capitale avviato nel primo semestre 2008. Infatti, in data 29/10/2007 il Consiglio d'Amministrazione di Banca MB ha deliberato un aumento di capitale sociale di 70 milioni di Euro a supporto dello sviluppo previsto dal piano triennale 2008/2010.

Di seguito si riportano i dettagli del Patrimonio netto.

¹⁶ Banca MB S.p.A., Capitale Sociale 35.000.000 Euro interamente versato al 31 dicembre 2007 – Codice fiscale, Numero di Iscrizione al Registro delle Imprese e Partita IVA n. 13427190155, Sede in Via Olona 2, 20123 Milano.

Patrimonio netto al 31/12/2007 (dati in Euro)

Capitale sociale		35.000.000
	a) Azioni ordinarie	35.000.000
	b) altre azioni	-
Sovraprezzo azioni		27.142.941
Riserve		-2.306.556
	a) di utili	20.013
	b) altre	854.427
	- riserva warrant e stock option	4.749
	- first time adoption	-7.738.295
	c) riserva da valutazione	8.587.973
	warrant e stock option	
	d) perdite portate a nuovo	-3.180.996
Riserva da valutazione		-827.506
Strumenti di capitale		-
Azioni proprie		-4.701
Utile (perdita) di esercizio		-12.203.761
Patrimonio netto		46.800.417

Sulla base del piano triennale approvato, Banca MB dovrebbe raggiungere l'utile operativo nei prossimi due anni e confermare già nell'esercizio 2008 l'inversione di tendenza prevista in merito all'andamento economico. La Banca beneficerà, infatti, dei risultati delle nuove attività di business e dei ritorni degli ingenti investimenti effettuati nel corso del 2007; tale situazione dovrà rafforzare, quindi, la visione di un'accresciuta e reale capacità della Banca di generare ricavi e conseguire risultati positivi e il raggiungimento dell'utile netto nel 2009 e 2010. Infatti, è tipico nel settore bancario che le aziende in start-up abbiano bisogno di 3-4 anni per raggiungere il break-even e quindi iniziano a produrre utili. Si veda il conto economico di seguito riportato per gli anni 2006 e 2007.

Conto Economico	
Voci in Euro migliaia	31.12.2007
Interessi attivi e proventi assimilati	4.080
Interessi passivi e oneri assimilati	(2.138)
Margine di interesse	1.942
Commissioni attive	13.818
Commissioni passive	(7.515)
Commissioni nette	6.303
Dividendi	3
Risultato netto dell'attività di negoziazione	1.613
Margine di intermediazione	9.861
Rettifiche di valore per deterioramento crediti	(469)
Risultato netto della gestione finanziaria	9.392
Spese amministrative	(9.658)
Spese per il personale	(16.086)
Rettifiche di valore su attività mat. Immat.	(165)
Altri oneri/proventi di gestione	(34)
Costi operativi	(25.943)
Utile/perdita delle operatività correnti lordo imposte	(16.551)
Imposte sul reddito dell'esercizio	4.347
Utile/perdita dell'esercizio	(12.204)

PROF. DOTT. FRANCESCO PERRINI

L'azionariato riunito nel Patto di Sindacato di Banca MB è ad oggi così formato:

PATTO PARASOCIALE BANCA MB - ADERENTI		
SOCI	AZIONI	% (su 105 mil)
Kemon SA	5.250.000	5
Miro Radici Finance SpA	5.209.113	4,96
Zenone Soave	5.200.000	4,95
Alferi Srl	5.200.000	4,95
Giuseppe Lovati Cottini	5.064.657	4,82
Ecofinance Srl	5.029.425	4,79
Gastone Colleoni	4.814.331	4,59
Alerion Industries SpA	3.750.000	3,57
Greggio Group Int. Silver Network	2.500.000	2,38
E & M Finance SpA	2.100.000	2
Mariella Burani Fashion Group	1.857.406	1,77
Coin Vittorio	1.786.575	1,7
Sabbia del Brenta	1.500.000	1,43
Finservice SpA	1.050.000	1
C & C and Partners Srl	1.050.000	1
Eurinvest Finanza Stabile SpA	920.484	0,88
Muisca SA	906.711	0,86
Giorgio Donadonibus & Co	750.000	0,71
Piovesana Holding SpA	750.000	0,71
BrikFin Srl	750.000	0,71
Easy Immobiliare Srl	547.000	0,52
Legnox Holding SpA	541.109	0,52
Giuditta SpA	500.000	0,48
Giorgione Immobiliare Srl	500.000	0,48
Immobiliare Europea SpA	448.710	0,43
Giussani Antonio	440.000	0,42
Cinque Magglo Srl	368.199	0,35
Aladar SA	302.237	0,29
Caporale Vittorio	302.237	0,29
Africano Rosanna	300.000	0,29
Satin SpA	200.000	0,19
Caracciolo M. Stefano	125.000	0,12
Caracciolo Valerio	125.000	0,12
Gimias Srl	100.000	0,1
Phone 1690 Holding SA	82.709	0,08
Mangifesta Roberto	5.603	0
TOTALE	60.326.506	57,46

6. CRITERI E METODI DI VALUTAZIONE

6.1. PREMESSA

L'oggetto della presente Relazione è la determinazione del valore delle Partecipazioni di minoranza di Alerion Industries in Reno de Medici, Realty Vallog, Mediapason, RCR Cristalleria Italiana, Officine CST e Banca MB, nonché del POC RCR.

Secondo la dottrina e la prassi professionale più consolidata, la scelta del metodo di valutazione è funzione della finalità della stima della realtà oggetto di valutazione, della tipologia di azienda e dei driver che, meglio di altri, permettono di stimarne il valore.

In termini generali, i metodi di valutazione esprimono talune caratteristiche comuni di rilievo assoluto, e principalmente quelle della credibilità-affidabilità, della coerenza, della continuità, della dimostrabilità-verificabilità e dell'efficienza¹⁷.

Le metodologie di valutazione sono molteplici e sono riconducibili alle seguenti fattispecie:

- i) i criteri di mercato (metodo dei multipli di mercato di aziende comparabili, metodo delle transazioni comparabili, metodi empirici),
- ii) i criteri economici analitici e sintetici (metodo finanziario; metodo reddituale; metodo patrimoniale; metodo misto patrimoniale-reddituale);

La scelta dei metodi e dei criteri di valutazione da applicare nel caso di specie è stata dunque effettuata, tenendo conto: i) delle finalità della valutazione; ii) della natura e delle caratteristiche delle aziende oggetto di valutazione; iii) delle condizioni operative dei settori in cui operano le Società oggetto di valutazione; iv) della disponibilità dei dati; v) delle caratteristiche delle partecipazioni oggetto di stima.

Per stimare il valore di mercato di partecipazioni di minoranza delle Società in oggetto, tenuto conto dei dati disponibili e delle caratteristiche delle aziende, chi scrive ha ritenuto opportuno ricorrere a metodi basati sui multipli di mercato, su prezzi di Borsa, e su transazioni comparabili. Con finalità di raffronto, chi scrive ha effettuato anche verifiche fondate su dati patrimoniali, ove le caratteristiche delle società lo consigliavano.

* * *

Prima di illustrare nel dettaglio l'applicazione dei criteri e dei metodi di valutazione che chi scrive ha adottato per attestare il valore delle Società partecipate da Alerion, vengono descritti, in sintesi, gli aspetti generali dei criteri e dei metodi comunemente utilizzati.

¹⁷ In particolare, i requisiti riportati, essenziali nel processo di valutazione sono da interpretare nel senso di seguito puntualizzato. La credibilità-affidabilità: dipende dall'impostazione razionale delle formule, dai fattori che le definiscono e dalla possibilità di tradurre tali fattori in quantità, nonché dalle ipotesi assunte ai fini dei calcoli; la coerenza: i valori devono essere basati sull'analisi fondamentale della società, esprimendo grandezze coerenti sia con i risultati economici sia con il sistema complessivo; la continuità: i calcoli devono essere ripetibili nel tempo evitando sostanziali variazioni di criteri; la dimostrabilità-verificabilità: il processo valutativo deve risultare chiaramente dimostrabile nelle sue componenti, nelle ipotesi assunte, nello svolgimento dei calcoli; l'efficienza: la procedura non deve essere eccessivamente onerosa.

6.2. I METODI DI MERCATO

I metodi di mercato si basano sull'ipotesi che il valore di un bene sia determinabile facendo riferimento ai prezzi registrati sul mercato in scambi di beni simili, avvenuti nel recente passato. L'assunto generale è che i prezzi di mercato rappresentino la migliore approssimazione del valore dell'impresa.

I metodi di mercato stimano il valore dell'impresa costruendo rapporti - "multipli" o "moltiplicatori" - fondati sugli effettivi prezzi dei titoli delle società comparabili, finalizzati a individuare la relazione che lega il valore delle imprese con specifiche variabili aziendali (ad esempio, economiche, finanziarie e patrimoniali, quali: ricavi, utili, flussi di cassa, patrimonio netto e/o indicatori empirici specifici del particolare settore a cui appartiene l'azienda oggetto di stima), individuate come value driver dell'impresa.

La stima del valore è, quindi, determinata senza il ricorso ad esplicite ipotesi del valutatore in merito ai flussi di risultato (redditali o finanziari) prospettici dell'azienda in questione.

Più in generale, di norma, si fa riferimento alle seguenti alternative:

- metodo dei multipli di borsa di società comparabili;
- metodo delle transazioni comparabili (*Merger & Acquisition*);
- metodi empirici (*c.d. rule of thumbs*).

Il metodo dei multipli di borsa di società comparabili stima il valore di un'impresa sulla base dei prezzi negoziati nei mercati organizzati per titoli rappresentativi di quote di capitale di imprese comparabili a quella oggetto dell'indagine estimativa.

L'analisi consiste nell'applicare alle attività aziendali oggetto di valutazione una serie di coefficienti - o "multipli" - costruiti come rapporti fra il valore assegnato dal mercato alla società comparabile (numeratore) e una sua grandezza fondamentale (al denominatore) di norma in grado di riflettere una specifica misura di performance delle imprese comparabili.

La natura dei flussi di risultato da utilizzare nella scelta dei multipli poi, può condurre a scelte alternative. A tale riguardo, è, infatti, possibile distinguere tra:

- multipli storici: ottenuti, confrontando i prezzi correnti di borsa con i risultati dell'ultimo bilancio disponibile;
- multipli trailing: ottenuti, confrontando i prezzi correnti di borsa con i risultati riferibili ai dodici mesi precedenti la data di riferimento alla quale sono rilevati i prezzi stessi;
- multipli leading: ottenuti confrontando i prezzi correnti di borsa con i risultati attesi per l'esercizio in corso o il prossimo esercizio (oppure con una media delle stime dei due o tre esercizi successivi alla valutazione).

In altri termini, esiste un'esigenza di coerenza, riguardo alla dimensione temporale, tra le grandezze aziendali assunte ai fini del calcolo dei multipli delle società comparabili e le equivalenti grandezze dell'impresa da valutare.

Lo schema di applicazione dell'approccio del metodo dei multipli si articola in sei momenti principali:

- scelta di un campione di società comparabili;
- determinazione dell'intervallo temporale di riferimento per le quotazioni di borsa;
- identificazione dei multipli ritenuti maggiormente significativi nella fattispecie;
- calcolo dei multipli delle società selezionate;
- calcolo dei multipli medi (o mediani) delle società del campione selezionato;
- applicazione dei multipli medi (o mediani) individuati alle grandezze economiche dell'azienda oggetto di stima e conseguente identificazione del valore relativo.

Riguardo alla selezione delle società comparabili, questa deve avvenire con l'obiettivo di individuare un numero sufficientemente ampio di imprese caratterizzate da omogeneità sostanziali con quella oggetto di stima. È questo, infatti, il presupposto necessario per la realizzabilità del metodo in oggetto, presupposto che si fonda sull'ipotesi di applicabilità del valore "medio-normale" del multiplo rilevato per le imprese comparabili, all'azienda oggetto di stima.

Il metodo dei multipli di borsa di società comparabili utilizza i prezzi di quotazione nel mercato ufficiale regolamentato. Si ricorre a un dato pubblicamente disponibile, che indica direttamente il valore di una quota del capitale di rischio investito nell'impresa; valore che si fonda sulle attese di crescita futura che gli investitori, nel loro complesso, stimano siano le più probabili con riferimento alla specifica impresa. Dunque, riguardo al numeratore è prassi utilizzare i prezzi puntuali o i prezzi medi semplici o meglio ponderati per i volumi a 12, 6 e 3 mesi.

Tale metodo, inoltre, basandosi sui prezzi di Borsa che sono tipicamente rappresentativi di transazioni che riguardano partecipazioni di minoranza si adatta molto bene al portafoglio di partecipazioni oggetto di valutazione nella presente Relazione.

Il metodo delle transazioni comparabili fa ricorso, invece, ai prezzi determinati sulla base dei valori di recenti transazioni di "Merger & Acquisition". In questo caso si fa riferimento ai valori stimati in occasione di operazioni di fusione e acquisizione, aventi per oggetto imprese simili a quella oggetto di analisi. Quindi, i prezzi sono quelli delle transazioni e le grandezze economico-finanziarie sono i risultati disponibili a quel momento.

I multipli sono quasi sempre espressi dal rapporto tra un prezzo (di Borsa o di M&A) e una misura di performance realizzata da una società in un dato periodo; le tipiche performance considerate nell'esperienza internazionale sono: l'utile netto (E); l'utile prima di interessi passivi e imposte (EBIT); e, in particolare, l'utile prima di interessi passivi, imposte e ammortamenti su beni materiali e immateriali (EBITDA).

I metodi empirici (c.d. *rule of thumbs*), infine, si basano su grandezze che mutano di caso in caso (grandezze empiriche, operative, non economico-finanziarie) in funzione delle particolari caratteristiche del settore a cui appartiene l'azienda oggetto di analisi e al particolare momento di mercato in cui si effettua la valutazione. Dunque, spesso sono metodi "caserecci" abbastanza approssimati dal punto di vista logicomatematico, ma molto utilizzati nella pratica per valutazioni di attività quali, ad esempio, i giornali, le telecomunicazioni, i ristoranti, le società del risparmio gestito ecc. I metodi empirici, pur mostrando alcuni evidenti limiti, forniscono anche notevoli vantaggi. I principali limiti sono l'assoluta mancanza di una base teorica giustificativa, i risultati alquanto approssimativi e il fatto di non considerazione delle peculiarità di ogni singola realtà aziendale. I principali vantaggi sono, invece, riconducibile alla semplice e immediata

applicazione, al risparmio di costi e di tempo, importante soprattutto per le Piccole e Medie Imprese o dove è necessario essere veloci, per l'ottenimento, in genere, di risultati accettabili, seppure approssimativi ed, infine, per l'utilizzare formule alla fine molto applicate.

* * *

Tra i metodi di mercato, quando le società oggetto di stima sono quotate in mercati regolamentati, un valido criterio di valutazione diretta è rappresentato dal criterio dei prezzi di mercato.

Tale approccio, che non è un criterio di stima a tutti gli effetti, bensì una mera rilevazione del dato oggettivo risultante dall'incontro tra domanda e offerta delle azioni della società oggetto di stima, è un metodo che ha il grande pregio di essere privo della componente soggettiva insita nelle altre metodologie di valutazione.

Poiché tuttavia i prezzi di mercato spesso sono influenzati da percezioni a volte errate e mutevoli e sono caratterizzati da ampie oscillazioni, anche repentine e indipendenti dall'andamento economico e dalle prospettive della società, al fine di assumere prezzi di riferimento che siano rappresentativi del valore attribuibile ai titoli della società oggetto di stima, si rende necessario osservare l'andamento dei prezzi di borsa in un intervallo temporale sufficientemente ampio, tale così da incorporare il valore del titolo in relazione alla percezione del mercato, alle aspettative circa l'andamento della società, indipendentemente da oscillazioni legate a particolari congiunture di mercato.

* * *

In estrema sintesi, per determinare i valori delle Società oggetto di stima nella presente Relazione, si può provvedere a utilizzare tali metodi di mercato, come metodo principale, determinati sulla base dei valori di bilancio e di assunzioni ritenute dagli amministratori ragionevoli e più che realistiche. Oltretutto, anche in dottrina, dopo che nella prassi professionale più consolidata, si afferma che nei contesti ove i risultati economici sono difficilmente prevedibili e l'accesso ai dati non può avvenire dall'esterno delle società (Guatri e Bini, "I moltiplicatori nella valutazione delle aziende" Egea 2002; e "Nuovo trattato sulla valutazione delle aziende", Egea, Milano, 2006), l'analisi per multipli è l'unico strumento di stima applicabile.

Infine, la valutazione delle Partecipazioni di Alerion in Società quotate, in particolare, ha imposto a chi scrive l'esclusivo utilizzo di dati patrimoniali, reddituali e finanziari pubblicamente disponibili, ciò ha reso più opportuno ed idoneo, effettuare stime basate sui multipli di mercato, di trasazioni comparabili e prezzi di borsa, rispetto all'utilizzo di altri criteri e metodologie che avrebbero imposto il ricorso a informazioni interne.

6.3. I METODI BASATI SUI FLUSSI

L'approccio basato sui flussi esprime il convincimento che un'impresa vale per i risultati economici che è in grado di generare: vi è quindi un nesso causale tra risultati aziendali e valore d'impresa. Si tratta di metodi che raffigurano il valore del capitale d'impresa in funzione del flusso di risultati futuri che ci si attende da essa, attraverso un'operazione di "conversione" di flussi incerti futuri a cui oggi potrebbe essere negoziato il diritto di disporre di tali flussi nel futuro. Più in particolare, i metodi di valutazione riconducibili a tale approccio si distinguono per tre fattori principali:

1. si incentrano sull'identificazione di "figure" di risultato idonee a inviare segnali univoci circa l'efficacia della gestione;
2. si fondano sull'utilizzo di procedimenti di attualizzazione/capitalizzazione, tramite cui operare la conversione del flusso di risultati futuri attesi in valore del capitale;
3. richiedono, pertanto, la determinazione di idonei tassi di capitalizzazione/sconto.

L'approccio basato sui flussi è riconosciuto come dotato della maggiore razionalità poiché rispetta i principi generali delle valutazioni economiche, i quali stabiliscono che il valore di qualsiasi attività reale e finanziaria è funzione: (i) della dimensione dei flussi di risultato; (ii) della distribuzione nel tempo dei flussi; (iii) del valore d'uso dei mezzi finanziari, espresso dal rendimento offerto da impieghi alternativi caratterizzati da profilo di rischio equivalente.

Si riconducono all'approccio basato sui flussi di risultato due principali famiglie di metodi:

- i metodi finanziari, i quali individuano nei flussi di cassa liquidi e prelevabili la figura di risultato rilevante ai fini della determinazione del valore d'impresa;
- i metodi reddituali, i quali individuano nel reddito la figura di risultato rilevante ai fini della determinazione del valore.

6.3.1 IL METODO FINANZIARIO

Il metodo finanziario, insieme ai multipli, è il metodo a cui viene dato maggior credito dalla dottrina e dalla prassi nella valutazione delle imprese.

La metodologia finanziaria si basa sulla capacità di generazione di flussi di cassa futuri dell'impresa. La caratteristica fondamentale di tale metodo valutativo consiste nel rispetto dei principi della teoria del valore, accogliendo nel calcolo i soli flussi di cassa prelevabili dalla gestione aziendale, valorizzandoli in base alla loro distribuzione nel tempo.

La caratteristica principale della metodologia finanziaria consiste, dunque, nel determinare il valore d'impresa in funzione del flusso di cassa e del valore del tasso di capitalizzazione/attualizzazione espressivo del rendimento-opportunità del capitale.

Operativamente, il metodo finanziario *Discounted Cash Flow* nella sua versione *Unlevered*, la più utilizzata dalla prassi professionale consolidata, individua il valore del capitale economico di un'azienda sulla base dell'attualizzazione dei flussi di cassa operativi che essa genererà in futuro. In particolare, secondo tale metodologia, il valore dell'azienda sarà quindi determinato dalla somma delle seguenti componenti:

- flussi di cassa operativi netti (OFCE) che l'azienda sarà in grado di generare in futuro, scontati ad un tasso di attualizzazione pari al costo medio ponderato del capitale (Wacc);
- valore di mercato di eventuali surplus asset non inerenti alla gestione caratteristica o non considerati, per eventuali specifiche ragioni metodologiche, nei flussi di cassa operativi;
- posizione finanziaria netta dell'azienda a valori di mercato e determinata con riferimento alla data di valutazione.

La stima dei flussi di cassa operativi prospettici richiede un'analisi puntuale per l'orizzonte temporale prevedibile ed una stima del valore futuro dell'azienda al termine del periodo di proiezione esplicita.

L'applicazione della metodologia *Unlevered Discounted Cash Flow* si basa sulla seguente relazione:

$$W_e = \sum_{t=1}^n \frac{OFCF_t}{(1+Wacc)^t} + \frac{TV}{(1+Wacc)^t} - PFN$$

Dove:

- W_e = valore del capitale economico dell'azienda;
- $OFCF$ = flussi di cassa operativi (*Operating Free Cash Flows*);
- n = orizzonte di proiezione esplicita;
- $Wacc$ = costo medio ponderato del capitale;
- TV = *terminal value* o valore residuo;
- PFN = posizione finanziaria netta.

Ai fini del calcolo del valore del capitale economico è quindi necessario stimare i parametri di seguito illustrati.

I *Flussi di Cassa Operativi (OFCF)* da stimare per il periodo di proiezione esplicita sono quelli resi disponibili dalla sola attività operativa dell'azienda, al lordo di qualsiasi componente di natura finanziaria. In particolare, sono calcolati come segue:

Reddito Operativo
+ Ammortamenti ed accantonamenti
- Imposte figurative (calcolate sul reddito operativo)
= FLUSSO DI CIRCOLANTE
-/+ Variazione del Capitale Circolante Netto
= FLUSSO DI CASSA DELLA GESTIONE CORRENTE
-/+ Variazione degli investimenti in attività operative
= FLUSSO DI CASSA OPERATIVO (OFCF)

L'*orizzonte di proiezione esplicita (n)* da utilizzare ai fini delle proiezioni esplicite dei flussi di cassa operativi deve essere definito in modo tale che, al termine di tale periodo, l'azienda abbia raggiunto uno stato di sostanziale equilibrio. A questo fine occorre stimare il c.d. "*competitive advantage period*" che l'azienda possiede rispetto ai suoi concorrenti, ovvero l'arco temporale entro il quale la redditività operativa dell'impresa risulta ragionevolmente determinabile in modo puntuale e auspicabilmente superiore al suo costo del capitale.

Il *costo medio ponderato del capitale (Wacc)*. I flussi di cassa individuati nel metodo in oggetto sono quelli di natura operativa, destinati alla remunerazione e all'eventuale rimborso di tutti i fornitori di capitale sia di debito che di rischio. Ai fini dell'attualizzazione dei flussi di cassa operativi, deve quindi essere utilizzato un tasso rappresentativo del costo di tutte le risorse finanziarie utilizzate dall'azienda; detto tasso è individuato nel costo medio ponderato del capitale (*Weighted Average Cost of Capital - Wacc*).

Il Wacc è determinato come segue:

$$WACC = K_d \cdot (1-t) \cdot \frac{D}{D+E} + K_e \cdot \frac{E}{D+E}$$

Dove:

E = valore di mercato del capitale di rischio;
 D = valore di mercato del capitale di debito;
 K_e = costo del capitale di rischio;
 K_d = costo medio del capitale di debito;
 t = aliquota media d'imposta dell'impresa oggetto di stima.

Il costo del capitale di debito (K_d) è pari al costo medio dei debiti onerosi della società e può essere stimato a partire dalla relazione:

$$K_d = R_f + Spread$$

Dove:

R_f = tasso di rendimento degli investimenti privi di rischio;
 $Spread$ = premio per il rischio di debito.

Il costo del capitale di rischio (K_e) è comunemente definito come il costo opportunità del capitale azionario dell'azienda, ovvero il suo rendimento medio atteso. Il costo del capitale di rischio può essere stimato tramite differenti modelli. La prassi operativa prevalente impiega il modello del *Capital Asset Pricing Model* (CAPM), definito dalla seguente relazione:

$$K_e = R_f + \beta \cdot MRP$$

Dove:

R_f = tasso di rendimento degli investimenti privi di rischio;
 β = indice di rischio della società rispetto al mercato;
 MRP = *Market Risk Premium*.

I tassi sopra definiti devono successivamente essere ponderati alla struttura finanziaria della società come detto in precedenza.

Ai fini della stima della struttura finanziaria è possibile ricorrere a diverse soluzioni operative:

- struttura finanziaria della società alla data di riferimento della valutazione espressa in termini di valori correnti di mercato. In tal caso, si ipotizza implicitamente che la società, nel lungo periodo, abbia una struttura finanziaria analoga a quella corrente;
- struttura finanziaria prospettica della società, definibile sulla base di:
 - o valori medi di mercato delle due componenti di capitale, rilevate a partire da un campione di imprese comparabili. Tale approccio si fonda sul presupposto che la struttura finanziaria della società si allineerà, nel medio-lungo periodo, a quella delle aziende del settore di appartenenza;
 - o valori medi del capitale proprio e del capitale di debito previsti dal *management* della società e incorporate nelle ipotesi di piano. Secondo

tale approccio, sono formulate ipotesi esplicite sulla composizione prospettica del capitale della società.

Il Terminal Value o valore residuo (TV). Ai fini della stima del valore residuo sono a disposizione diverse alternative:

- valore di liquidazione dell'attivo, al netto dei debiti residui alla fine del periodo di previsione esplicita;
- valore corrispondente alla capitalizzazione illimitata del reddito operativo netto;
- valore derivante dall'impiego di moltiplicatori empirici (EV/EBIT, P/E, ecc.)
- valore corrispondente alla capitalizzazione del flusso di cassa operativo medio normalizzato.

In quest'ultima ipotesi, il valore residuo rappresenta il valore attuale (all'anno n) dei flussi di cassa operativi previsti per il periodo successivo all'orizzonte temporale di riferimento e può essere stimato come segue:

$$TV = \frac{OFCF_n^* \cdot (1 + g)}{(Wacc - g)}$$

Dove:

TV = terminal value o valore residuo;

$OFCF_n^*$ = flusso di cassa operativo medio normalizzato;

g = tasso di crescita del flusso di cassa operativo medio normalizzato, atteso nel periodo successivo a quello di proiezione esplicita.

La Posizione finanziaria netta (PFN) rappresenta, infine, il risultato della sommatoria tra i debiti finanziari dell'azienda e la sua liquidità.

6.3.2 IL METODO REDDITUALE

L'approccio reddituale ravvisa nella capacità dell'azienda di produrre flussi di reddito, l'elemento fondamentale ai fini della valutazione. La caratteristica principale della metodologia reddituale consiste nel determinare il valore d'impresa in funzione del flusso di redditi e del valore del tasso di capitalizzazione/attualizzazione espressivo del rendimento-opportunità del capitale. Esso quindi individua nel reddito, derivante dalla contrapposizione di ricavi e costi di competenza dell'esercizio, il driver fondamentale del valore aziendale.

I metodi reddituali possono essere suddivisi in "famiglie": metodi reddituali analitici e metodi reddituali sintetici. Nei fatti i metodi reddituali analitici godono di poco apprezzamento a causa della preferenza in questi casi dei metodi finanziari nell'ambito di valutazioni analitiche fondate sui flussi. I metodi reddituali analitici si caratterizzano per il fatto che la previsione dei flussi di reddito avviene anno per anno, sino al termine del periodo di previsione analitica. Esistono anche metodi reddituali analitici con stima del valore finale.

I metodi reddituali sintetici - i più usati - si fondano invece sulla stima di un valore medio-normale del reddito e sull'ipotesi della sua producibilità, da parte dell'impresa, per archi temporali protratti. I metodi reddituali sintetici fanno uso del concetto di reddito contabile normalizzato. Esso è la figura di reddito cui si perviene dopo l'apposizione delle operazioni di rettifica del flusso contabile messe a punto dalla teoria e dalla prassi valutativa onde contrastare l'incompletezza e le distorsioni gravanti sul reddito contabile.

Il metodo reddituale cosiddetto sintetico o puro o metodo della capitalizzazione illimitata del reddito è sintetizzabile nell'espressione:

$$W_e = \frac{R}{i}$$

dove:

W_e = valore del capitale proprio
 R = reddito medio-normale
 i = tasso di capitalizzazione del reddito medio-normale

La formula esprime la metodologia di valutazione reddituale sintetica fondata sulla rendita perpetua. Essa si fonda sull'ipotesi che la vita aziendale non abbia limite definibile e che l'impresa possa mantenere inalterata la capacità di reddito medio-normale all'infinito (c.d. *steady state*).

Nel caso in cui l'orizzonte temporale sia definito, il valore attuale del reddito medio è determinato da una rendita annua posticipata di durata pari a n anni (in cui i indica il tasso di attualizzazione):

$$W = R * a_{\overline{n}|i}$$

Al fine di determinare il reddito atteso, la prassi più consolidata fa generalmente riferimento a grandezze stimate di *redditi medio normali attesi* successivamente capitalizzati ad un tasso che aggiunga al rendimento degli investimenti privi di rischio un adeguato premio per il rischio insito in tale particolare investimento.

I metodi che hanno riscosso maggior successo per la determinazione del reddito medio normale atteso sono essenzialmente due:

- ✓ *Metodo dei risultati storici*: dal punto di vista pratico ha trovato largo consenso. I dati storici rappresentano un elemento basilare per stimare la capacità di reddito dell'azienda, anche se non si esclude che in molti casi tali valori devono essere rielaborati attraverso delle procedure, affinché eccezionali circostanze positive e negative possano compensarsi e stemperarsi.
- ✓ *Metodo di proiezione dei risultati storici*: ha lo scopo di mediare le esigenze di obiettività e di certezza insite nei dati storici e le necessità di adattamento di tali dati alle variazioni prevedibili di taluni fattori rilevanti, suscettibili di modificare nel futuro il risultato economico. Affinché possa essere adottato tale procedimento è necessario individuare sia i fatti rilevanti che un meccanismo di calcolo idoneo a consentire, con sufficienza chiarezza, di stimare come certe variazioni ipotizzabili di tali fattori si ripercuotano sulla misura del reddito.

Il Reddito Normalizzato può essere definito come un reddito corretto ed elaborato al fine di rappresentare una misura equilibrata di redditività, destinata a perdurare nel tempo. La normalizzazione dei risultati è quindi un processo articolato avente lo scopo di aggiungere, o eliminare, componenti la cui presenza, o assenza, distorce la misura più attendibile del reddito.

La corretta determinazione dei risultati economici storici realizzati dalla società negli esercizi chiusi antecedentemente alla data di riferimento della relazione di stima è, a sua volta, passo imprescindibile per la determinazione, il più possibile attendibile, dei flussi di

reddito attesi per il futuro, alla quale è in definitiva ancorata la validità della valutazione scaturente dall'adozione dei metodi cosiddetti reddituali.

A tale riguardo, è stato osservato da Luigi Guatri (1996) che "le diverse soluzioni applicative in cui si articola il metodo reddituale discendono:

- dal modo come vengono definiti e misurati i flussi del passato;
- dalla durata dell'orizzonte temporale cui le attese di reddito fanno riferimento;
- dal modo come tali attese sono espresse, di solito passando dalle misure analitiche per i primi anni alle grandezze medie o ad una "fascia" di grandezze per gli anni più lontani;
- dal modo come le proiezioni nel futuro vengono concepite e realizzate, mantenendo o variando in misure più o meno rilevanti i risultati che l'impresa ha generato nel recente passato e sta ottenendo nel presente;
- dal modo come i flussi differiti nel tempo sono riportati all'attualità".

Lo stesso Autore ha precisato ancora che "Il controllo dell'incertezza connaturata ai flussi attesi di reddito passa, innanzitutto, attraverso una chiara definizione del concetto di "risultato economico". L'obiettivo è senza dubbio quello di ottenere un'attendibile proiezione dei flussi; ma, a tal fine, una compiuta rappresentazione dei risultati storici è premessa essenziale. L'utile di bilancio è una rappresentazione incompleta e talora inquinata del risultato economico.

In realtà il flusso contabile non può essere usato tal quale, ma deve essere rettificato ed integrato con una serie di interventi, riassumibili in tre processi:

- a. il processo di "normalizzazione";
- b. il processo di "integrazione", per esprimere nel risultato: 1) la dinamica dei beni immateriali; 2) altre dinamiche di valori non contabilmente espresse;
- c. infine, se del caso, un processo di "allineamento/adequamento" per eliminare gli effetti distorsivi dell'inflazione: ciò nel senso sia di rendere omogenea la successione temporale dei dati, sia di trasformare il reddito "nominale" in reddito "reale".

"La "normalizzazione" dei risultati storici è un'elaborazione tecnica comprendente:

- la redistribuzione nel tempo di proventi e costi "straordinari";
- l'eliminazione di proventi e costi "estranei alla gestione";
- la neutralizzazione di politiche di bilancio giudicate discorsive rispetto al fine (comprese quelle fiscali)".

L'opportunità del processo di integrazione dei risultati storici contabili si fonda sull'osservazione che la dinamica di alcuni valori, riferiti sia a beni materiali sia e soprattutto a beni immateriali, non è adeguatamente rilevata dalla contabilità, o non lo è per nulla, e talvolta tale carenza priva in buona parte di significato i puri risultati contabili.

Su alcune categorie di beni (e anche su talune poste contabili del passivo) si costituiscono plusvalenze, che solo in parte vengono via via realizzate; mentre per un'altra parte (che può essere prevalente) il realizzo è sistematicamente protratto nel tempo. Mentre le tecniche di "normalizzazione" si occupano della razionale distribuzione nel tempo delle plusvalenze realizzate (e perciò contabilizzate), quelle qui considerate sono le plusvalenze inesprese, la cui accumulazione nel tempo acquista in alcune situazioni peso determinante anche per i possibili riflessi sulla misura dei redditi.

Una volta accertato tale valore sotto tutti i profili è di regola necessario procedere al ricalcolo degli oneri fiscali che vanno adeguati alla variata misura del risultato economico. Il concetto di reddito normalizzato, inteso ad esprimere le capacità di reddito (medio-normale atteso), è talvolta sviluppato fino ad esprimere una più compiuta quantificazione del reddito che l'azienda è stabilmente in grado di produrre. Tale quantificazione non deve

essere un fenomeno transitorio od occasionale, ma deve riflettere l'intrinseca capacità dell'organismo aziendale.

La recente dottrina e, sulla base dei principi di generale accettazione, la prassi prevalente si è orientata verso la quantificazione del reddito netto come media dei risultati storici e attesi anche ponderati.

6.4. I METODI PATRIMONIALI

I criteri finanziari e quelli reddituali, metodi basati su grandezze "flusso", si contrappongono ai metodi analitico-patrimoniali, i quali si fondano sull'analisi delle singole poste dell'attivo e del passivo patrimoniale e valutano le immobilizzazioni indipendentemente dalla loro attitudine a produrre reddito o flussi, ricorrendo a varie alternative nella stima quali il costo di ricostruzione o il valore di mercato, opportunamente ridotti per l'obsolescenza tecnica e funzionale oltre che per la vetustà. Tali metodi, in relazione alle caratteristiche dell'azienda, possono prendere in considerazione, con i procedimenti adatti allo scopo, anche i beni immateriali; si possono pertanto distinguere metodi patrimoniali complessi e metodi patrimoniali semplici, a seconda che vengano o meno valutati, tra le attività, i beni immateriali.

Tali metodi assumono particolare rilievo e sono di comune utilizzo dunque nell'ambito della valutazione di aziende il cui valore risulta strettamente correlato a quello dei principali asset detenuti come nel caso delle holding di partecipazioni, delle società immobiliari, ecc.

In relazione alle caratteristiche dell'azienda, i metodi patrimoniali possono inoltre prendere in considerazione, con i procedimenti adatti allo scopo, anche i beni immateriali; si possono pertanto distinguere metodi patrimoniali complessi e metodi patrimoniali semplici, a seconda che vengano o meno valutati tra le attività i beni immateriali.

Al fine di mediare i pregi e i limiti delle precedenti metodologie di valutazione, a volte si ricorre a procedimenti misti patrimoniali/reddituali. In tale ambito un elemento importante può essere costituito dal valore dell'avviamento, che indica l'attitudine dell'azienda a produrre reddito in misura superiore (goodwill) o inferiore (badwill) alla redditività giudicata soddisfacente in funzione del patrimonio investito dai soci ed in relazione al settore ed al grado di rischio dell'azienda.

Tale metodo dunque esprime il valore di un'azienda in funzione del suo patrimonio, ossia analizza in modo analitico i singoli elementi dell'attivo e del passivo che compongono il capitale. Nella pratica, tale modello si presenta generalmente secondo tre differenti formulazioni.

Metodo patrimoniale semplice

La valutazione comprende i beni materiali (oltre ai crediti e alla liquidità) ed eventualmente quelli immateriali che la Legge consente di iscrivere all'attivo di bilancio.

Metodo patrimoniale complesso analitico

Rispetto al metodo Patrimoniale Semplice, che prevede l'attribuzione alla società oggetto della valutazione un valore equivalente ai mezzi propri della società stessa, dati dalla somma del capitale sociale, delle riserve patrimoniali e degli utili non distribuiti sotto forma di dividendi, il metodo Patrimoniale Complesso permette di valorizzare gli asset strategici quali sono spesso i beni immateriali.

La rettifica del patrimonio netto ha come obiettivo la determinazione dell'effettivo valore di mercato del patrimonio netto della società. Le rettifiche, pertanto, sono finalizzate alla valutazione a prezzi di mercato di ciascuna posta dell'attivo e del passivo dello stato

patrimoniale, tenendo in considerazione anche l'impatto fiscale implicito nelle eventuali plusvalenze o minusvalenze che si vengono a determinare. Alcune poste dell'attivo e del passivo per via della loro natura specifica, non necessitano alcuna rettifica.

Metodo patrimoniale complesso empirico

Rientrano nella determinazione del capitale economico i beni immateriali non contabilizzati per i quali la valorizzazione si fonda su parametri irrazionali e quindi facendo esclusivo riferimento a transazioni avvenute, talvolta poco frequenti e/o parzialmente disomogenee. La fase applicativa di qualsiasi metodo patrimoniale si caratterizza per la presenza di quattro steps fondamentali:

- 1) Determinazione del *Capitale Netto di bilancio*. Esso deriva dalla sommatoria del capitale sociale e delle riserve (formate da utili o da rivalutazioni), a cui sono sottratti gli eventuali importi per i quali è stata decisa la distribuzione a titolo di dividendo o di compenso agli amministratori. Nel caso in cui si consideri una situazione infrannuale si dovrà considerare anche il risultato di tale periodo, al netto del prelievo fiscale.
- 2) *Revisione contabile degli elementi attivi e passivi* (se i bilanci non siano già muniti di certificazione) dalla quale si possono effettuare delle rettifiche positive o negative. Tale procedura mette in risalto le eventuali plusvalenze o minusvalenze relative ai singoli cespiti in quanto questi ultimi saranno valutati sulla base del realistico valore di mercato (costo di riproduzione o sostituzione). A tal proposito risulta importante sottolineare come le plusvalenze o minusvalenze, se accertate, devono essere assoggettate ad un prelievo fiscale figurativo.
- 3) *Rivalutazione* degli elementi attivi non monetari (partecipazioni, titoli, ecc.) a valori correnti e l'*attualizzazione* dei crediti e dei debiti.
- 4) *Valutazione analitica dei beni immateriali*. L'iter seguito in questo caso è composto dai seguenti punti:
 - determinazione del valore residuo dei costi effettivamente sostenuti per il loro ottenimento (costo storico aggiornato);
 - attualizzazione dei costi da sopportare per un'ipotetica loro riproduzione (costo di rimpiazzo);
 - attualizzazione dei redditi differenziati conseguibili per effetto di tali beni;
 - attualizzazione delle perdite che si dovrebbero sopportare a seguito della privazione di tali beni (costo della perdita).

L'inevitabile interdipendenza tra i beni immateriali (ad esempio l'immagine dell'azienda con la quota di mercato e la pubblicità) deve indurre a prestare la massima attenzione al fine di evitare delle sovrapposizioni o duplicazione del valore di alcune voci.

In generale la determinazione del *Capitale Rettificato* (K) si ottiene attraverso la seguente formula:

$$K = C + [(P_1 + P_2 + \dots) - (M_1 + M_2 + \dots)] * (1 - t)$$

dove:

C indica il *Capitale Netto Contabile*,
P e M indicano rispettivamente le plusvalenze e le minusvalenze e t la componente fiscale potenziale.

Nel caso in cui siano presenti dei beni immateriali, al fine di determinare il *Capitale Rettificato* si deve integrare la formula precedentemente descritta nel seguente modo:

$$K^* = K + I * (1 - t)$$

Dove:

I indica il valore attribuito ai beni immateriali.

I metodi patrimoniali offrono sicuramente un elevato grado di dimostrabilità e generalità essendo per loro natura fondati sull'accertamento e la quantificazione di grandezze esistenti anche se non contemplano appieno le prospettive reddituali dell'azienda.

6.5. I METODI MISTI

6.5.1. IL METODO MISTO REDDITUALE-PATRIMONIALE

Il metodo misto patrimoniale reddituale ha trovato largo utilizzo nella pratica poiché considera contemporaneamente l'aspetto patrimoniale e reddituale, evidenziando sia una valutazione obiettiva e verificabile che una stima autonoma del Goodwill (Badwill).

I metodi misti hanno il vantaggio di annullare o rendere trascurabili le incongruenze valutative che oggi tutti associano alle grandezze di pura origine patrimoniale. Il valore di capitale economico trova quindi giustificazione in rapporto alla capacità di reddito dell'impresa rispetto alla quale i valori patrimoniali sono, per certi versi, subordinati.

Il metodo misto con stima autonoma del Goodwill giudicato più idoneo è quello con attualizzazione dei profitti lungo un arco temporale predefinito.

La formula idonea per il calcolo del Capitale Economico è formata da due elementi: il Capitale netto rettificato e la capitalizzazione del sovrareddito/sottoreddito (Goodwill/Badwill) su un arco temporale limitato o illimitato. Pertanto si ha:

$$W = K + (R - WACC * K) \frac{a}{n} \bar{a}$$

oppure:

$$W = K + (R - K * r) / \bar{a}$$

dove:

K = Capitale netto rettificato

R = Reddito medio normale atteso

n = numero definito di anni (nel caso di aziende dotate di un certo livello di stabilità reddituale tale orizzonte temporale può coprire fino a 8 o 10 anni)

r = tasso di rendimento normale giudicato soddisfacente per investimenti analoghi

\bar{a} = tasso di attualizzazione del sovrareddito

La dottrina suggerisce diverse impostazioni per la determinazione del tasso di attualizzazione del sovrareddito, tra le quali trova largo consenso un tasso inteso come puro compenso finanziario per il trascorrere del tempo. Il metodo di attualizzazione dei profitti netti di alcuni esercizi futuri assume come riferimento non già il profitto medio atteso per il futuro, ma una serie di dati specifici esprimenti i risultati economici di alcuni anni a venire, diminuiti del rendimento normale del capitale investito.

6.5.2. IL METODO ECONOMIC VALUE ADDED (EVA®)

L'EVA® è una misura di performance che, previa una particolare normalizzazione del reddito contabile, assume come aspetto qualificante la detrazione del costo di tutti i capitali investiti: sia dei capitali propri, sia dei capitali presi a prestito.

L'approccio è *asset side*, fondato cioè sulla capacità dell'impresa di offrire un'extra remunerazione (Economic Value Added) all'intero capitale investito in luogo che al solo patrimonio netto; in questo le analogie con il metodo misto di valutazione sono evidenti.

L'EVA® si caratterizza rispetto al criterio misto con evidenziazione del goodwill, per l'approccio di tipo anglosassone nella determinazione dei saggi di sconto del sovrareddito e di redditività normale del capitale, e per una configurazione di reddito più volatile e meno facilmente normalizzabile (M. Massari, *Valutazione*, 1998).

La capacità di remunerare il capitale investito è desunta da una configurazione di reddito operativo rettificata di alcune componenti di costo di natura monetaria (il reddito è espresso al lordo degli ammortamenti degli *intangibles*, ma al netto degli ammortamenti dell'attivo fisso): è quindi una misura particolare di *cash earning*.

Tale termine in genere si riferisce a configurazioni di reddito al lordo di componenti non monetarie di costo, cioè un ibrido fra il risultato economico e i flussi di cassa della gestione (giacché la somma fra utile e ammortamenti non esprime il flusso di cassa se non sotto l'ipotesi di capitale circolante invariato e di uguaglianza tra quote di ammortamento e investimenti di periodo).

Il rendimento normale del capitale è fatto coincidere con il costo medio ponderato del capitale (WACC).

Il medesimo tasso è utilizzato per capitalizzare il sovrareddito di impresa. Nelle più frequenti modalità applicative, la capacità di remunerare il capitale di impresa non è verificata sulla base di previsioni di reddito e di capitale estese lungo un arco temporale sufficiente ad evidenziare la nuova ricchezza che l'impresa può generare con nuove opportunità di investimento.

Questo criterio intende catturare il valore connesso alla crescita aziendale. Il valore del capitale corrisponde, infatti, secondo il criterio EVA®, alla somma di tre addendi:

- il patrimonio netto rettificato;
- il valore attuale degli EVA® futuri attesi sugli investimenti in essere;
- il valore attuale degli EVA® futuri attesi sui nuovi investimenti.

L'EVA®, come già precisato, corrisponde alla maggiore remunerazione, rispetto a quella "normale", generata dagli investimenti (in essere e futuri).

Il presupposto per creare Valore consiste nel garantire ai mezzi propri investiti nell'impresa una redditività superiore a quella ricavabile da impieghi finanziari di pari rischio.

Tale logica presuppone quindi da un lato una stima analitica del capitale investito e del reddito operativo d'impresa (*Capitale Investito Rettificato*) dall'altro un'analisi dettagliata del reddito monetariamente disponibile ai finanziatori di impresa, ossia di un reddito operativo al netto delle imposte effettivamente pagate (*Net Operating Profit After Taxes*).

7. STIMA DEL VALORE DELLE SOCIETA'

7.1. LA VALUTAZIONE DI RENO DE MEDICI

Chi scrive ha stimato il valore della Reno de Medici (RDM) mediante l'applicazione del metodo dei multipli, come c.d. metodo principale, e ha controllato tali valori attraverso il criterio dei prezzi di Borsa.

Dopo aver valutato la Società attraverso il metodo dei multipli di mercato di società comparabili e delle recenti transazioni avvenute sul mercato, con riferimento al settore in esame e a società confrontabili con quella oggetto di stima, si è raffrontato il valore ottenuto, con quello derivante dal calcolo del prezzo medio di Borsa degli ultimi 12, 6 e 3 mesi, assumendo quindi sia periodi recenti e contenuti, sia un periodo sufficientemente ampio che consideri un congruo arco temporale precedente e successivo rispetto alla data di riferimento della stima. Il valore patrimoniale è stato poi esaminato con finalità di ulteriore raffronto.

I metodi basati sui multipli sono – come detto al capitolo 6 – i metodi a cui viene dato maggior credito dalla più recente e consolidata prassi professionale nella valutazione delle imprese analoghe a Reno de Medici, con particolare riguardo al fatto che, trattandosi di società quotata, non si sono potuti utilizzare dati sensibili con riferimento a previsioni o piani futuri.

Di seguito si descrivono i profili metodologici applicativi rilevanti per la determinazione dei parametri necessari all'applicazione dei metodi prescelti e la conseguente individuazione del valore relativo.

Il metodo dei multipli di mercato e delle transazioni comparabili comporta l'analisi dell'andamento dei valori di mercato di società comparabili quotate in mercati organizzati e di transazioni finalizzate a operazioni di fusione e acquisizione che hanno coinvolto realtà comparabili per un arco temporale sufficientemente ampio, al fine di limitare gli effetti riconducibili a particolari congiunture di mercato. Tale metodo non si basa dunque su formule valutative, ma deduce il valore direttamente da osservazioni di mercato.

Nel caso di specie, si tratta di un campione estrapolato dai database finanziari Bloomberg, FactSet e Mergermarket avente ad oggetto società quotate operanti in tutto il mondo, nel medesimo settore di attività di Reno de Medici, che presentano le seguenti caratteristiche:

- omogeneità: le imprese individuate, considerano come attività core le attività di Reno de Medici (cartario/imballaggi);
- attualità: le operazioni di acquisizione sono concentrate nel periodo recente, per cui le condizioni alle quali si sono svolte le negoziazioni sono espressive di quelle medie di mercato;
- numerosità: il numero delle operazioni è sufficiente per fornire indicazioni significative.

Chi scrive ha, quindi, concentrato l'analisi sull'identificazione dei moltiplicatori di mercato più frequentemente applicati in questi casi, ovvero il rapporto "EV/EBITDA". Tale multiplo rappresenta il criterio maggiormente utilizzato nella prassi valutativa in quanto, da un lato ha il pregio di essere una metodologia, seppur sintetica, basata su flussi di cassa, dall'altro riesce ad eliminare la variabilità a volte insita nei metodi basate sul *discounted cash flow*.

Per ciascun multiplo chi scrive ha calcolato il valore medio e il valore mediano del campione. Chi scrive ha ritenuto opportuno utilizzare come indicatore di sintesi la mediana dei campioni.

Il valore mediano dei multipli così calcolati è stato applicato alle pertinenti grandezze dell'attività di Reno de Medici riferite al Budget 2008 nel caso dei multipli di mercato, in coerenza con le aspettative incorporate nei prezzi di Borsa (secondo il c.d. metodo leading), e all'ultimo dato a consuntivo al 31/12/2007 nel caso del metodo delle recenti transazioni, in coerenza con il fatto che si tratta di prezzi riferiti al passato seppur recenti.

Relativamente al multiplo di borsa, il campione contenente tutte le comparabili quotate è stato depurato di quelle per cui non era disponibile alcun multiplo. L'analisi condotta ha portato all'individuazione di un panel costituito da complessive 6 società ¹⁸.

Il multiplo adottato, pari alla mediana del moltiplicatore EV/EBITDA desunto dai prezzi medi di mercato degli ultimi 6 mesi e dall'EBITDA atteso per il 2008, è stato applicato all'EBITDA di Reno de Medici atteso per il 2008, che quindi considera il gruppo nella sua configurazione attuale (post fusione con Cascades). Il valore dell'Enterprise Value così desunto è stato depurato della posizione finanziaria netta alla data di riferimento della stima, pervenendo così al valore attribuibile alla partecipazione di Alerion in Reno de Medici. I valori risultanti sono riassunti nella seguente tabella 7.1.

Tabella 7.1: Valutazione con il metodo dei multipli dei prezzi di mercato

Multiplo di Borsa EV/EBITDA	in migliaia di Euro
EBITDA atteso 2008 Gruppo Reno de Medici	42.700
Multiplo EV/EBITDA	7,2
EV RDM	309.575
PFN	114.094
Equity Value	195.481
Quota di partecipazione	9,05%
Valore attribuibile alla partecipazione	17.691

Si è poi determinato il valore utilizzando il medesimo moltiplicatore ("EV/EBITDA") desunto da operazioni di M&A relative a transazioni comparabili. Il campione assunto quale riferimento è stato depurato delle transazioni per cui non era disponibile alcun multiplo. L'analisi condotta ha portato all'individuazione di un panel¹⁹ costituito da 6 società oggetto di operazioni censite sino all'inizio del 2008. Di queste sono state considerate prudenzialmente solo quelle relative all'ultimo triennio (2006-2008). I valori risultanti sono riassunti nella seguente tabella 7.2.

Tabella 7.2: Valutazione con il metodo dei multipli desunti da transazioni comparabili

Multiplo transazioni comparabili EV/EBITDA	in migliaia di Euro
EBITDA pro-forma 2007 Gruppo Reno de Medici	40.000
Multiplo EV/EBITDA	6,7
EV RDM	266.000
PFN	114.094
Equity Value	151.906
Quota di partecipazione	9,05%
Valore attribuibile alla partecipazione	13.747

¹⁸ Cfr. Allegato.

¹⁹ Cfr. Allegato.

I valori così ottenuti, a questo punto, sono stati raffrontati con i prezzi di Borsa. Il Prezzo di Borsa della Società oggetto di valutazione rappresenta il valore attribuito alle azioni della società dal mercato, considerando i dati economici, patrimoniali e finanziari noti al mercato stesso, le aspettative riguardo alla società, tenuto conto delle caratteristiche e dell'andamento economico del settore.

Al fine di disporre di un dato che avesse le citate caratteristiche di affidabilità, coerenza, continuità, dimostrabilità ed efficienza, che non fosse quindi influenzato da particolari situazioni tecnico-congiunturali di mercato, e che prescindesse dai volumi scambiati, si sono considerati intervalli temporali sia contenuti e recenti, sia uno sufficientemente ampio, che comprendesse un periodo precedente e uno successivo alla data di riferimento della stima, in modo da considerare le attese del mercato a tale data e gli effetti di quanto oggi noto. Si sono pertanto utilizzate la media ponderata dei prezzi di borsa degli ultimi 3, 6 e 12 mesi, pervenendo rispettivamente ai prezzi medi di Euro 0,31, 0,36 e 0,49 per azione, che determina il valore attribuibile alla partecipazione sulla base del prezzo medio di mercato in un intervallo compreso tra Euro 10,7 e 16,6 milioni.

Media P Borsa 12 mesi	16.640
Media P Borsa 6 mesi	12.393
Media P Borsa 3 mesi	10.756

L'applicazione del metodo patrimoniale, da ultimo, che evidenzia un valore di oltre 15 milioni di Euro, seppure con i limiti di tale metodologia, è stato utilizzato ai soli fini di controllo della presente valutazione.

Di seguito si riassumono le valutazioni effettuate.

Valore attribuibile alla partecipazione	
Multiplo Borsa EBITDA	17.691
Multiplo M&A EBITDA	13.747
Range	13.000 - 15.000
PN	15.516

Il range di valori cui, quindi, si è pervenuti per la partecipazione dell'9,05% di Alerion in Reno de Medici può essere compreso tra Euro 13,0 e 15,0 milioni.

7.2. LA VALUTAZIONE DI REALTY VAILOG

Il valore della Realty Vailog (RV) è stato desunto, analogamente a quanto effettuato per Reno de Medici, mediante l'applicazione del metodo dei multipli di mercato, come c.d. metodo principale, e dei prezzi di Borsa come metodologia di raffronto.

Dopo aver valutato la Società attraverso il metodo dei multipli di mercato di società comparabili e delle recenti transazioni avvenute sul mercato, con riferimento al settore in esame e a società confrontabili con quella oggetto di stima, si è raffrontato il valore ottenuto, con quello derivante dal calcolo del prezzo medio di Borsa degli ultimi 12, 6 e 3 mesi, assumendo quindi sia periodi recenti e contenuti, sia un periodo sufficientemente ampio che consideri un congruo arco temporale precedente e successivo rispetto alla data di riferimento della stima. Il valore patrimoniale è stato poi esaminato con finalità di ulteriore raffronto.

Il metodo dei multipli, insieme al metodo patrimoniale è – come detto al capitolo 6 – il metodo cui viene dato maggior credito dalla più recente e consolidata prassi professionale nella valutazione delle imprese del tipo della Realty, con particolare riferimento al profilo di business immobiliare e di società quotata, a maggior ragione non potendo utilizzare dati sensibili relativi a previsioni o a piani futuri e dovendo fondare la stima essenzialmente su dati ed informazioni pubblicamente disponibili.

Di seguito si descrivono i profili metodologici applicativi rilevanti per la determinazione dei parametri necessari all'applicazione dei metodi prescelti e la conseguente individuazione del valore relativo.

Il metodo dei multipli di mercato e delle transazioni comparabili comporta l'analisi dell'andamento dei valori di mercato di società comparabili quotate in mercati organizzati e di transazioni finalizzate a operazioni di fusione e acquisizione che hanno coinvolto realtà comparabili per un arco temporale sufficientemente ampio, al fine di limitare gli effetti riconducibili a particolari congiunture di mercato. Tale metodo non si basa dunque su formule valutative, ma deduce il valore direttamente da osservazioni di mercato.

Nel caso di specie, si tratta di due campioni analizzati, estrapolati dai database finanziari Bloomberg, FactSet e Mergermarket aventi ad oggetto società quotate in tutto il mondo del settore, che presentano le seguenti caratteristiche:

- omogeneità: le imprese individuate, considerano come attività core l'attività immobiliare, come Realty Vailog;
- attualità: le operazioni di acquisizione sono concentrate nel periodo recente, per cui le condizioni alle quali si sono svolte le negoziazioni sono espressive di quelle medie di mercato;
- numerosità: il numero delle operazioni è sufficiente per fornire indicazioni significative.

Si sono quindi identificati i moltiplicatori di mercato più frequentemente applicati nel settore immobiliare: tali multipli sono rappresentati dal rapporto "Price/Net Asset Value" ("P/NAV") e dal rapporto "EV/Properties Value", moltiplicatori che esprimono il valore di società del comparto immobiliare in relazione al valore di mercato del patrimonio immobiliare dalle stesse detenute. Per ciascun multiplo chi scrive ha calcolato il valore medio e mediano del campione, ritenendo opportuno utilizzare come indicatore di sintesi la mediana dei campioni esaminati.

Si è individuato un campione di società immobiliari quotate sul mercato italiano. Tale campione, contenente tutte le comparabili quotate, è stato depurato di quelle per cui non era disponibile alcun multiplo. L'analisi condotta ha portato all'individuazione di un

panel²⁰ costituito da complessive 10 società per il multiplo "Price/Net Asset Value" relativo alle società quotate e da complessive 8 transazioni comparabili²¹ per il moltiplicatore "EV/Properties Value" relativo a transazioni per fusioni o acquisizioni avvenute nel recente passato in Italia (2006-2007).

Il valore mediano dei multipli così calcolati è stato applicato alle pertinenti grandezze dell'attività di Realty Vailog, riferite "Net Asset Value" desunto dal bilancio consolidato al 31/12/2007 per i multipli di mercato desunti dai prezzi di Borsa e al "Properties Value", anch'esso al 31/12/2007, nel caso del metodo delle recenti transazioni.

Con riferimento al metodo dei prezzi di mercato, quindi, il multiplo adottato, pari alla mediana del moltiplicatore P/NAV desunto dai prezzi medi di mercato degli ultimi 12 mesi, è stato applicato al "Net Asset Value" di Realty Vailog alla data di riferimento della stima. I valori risultanti sono riassunti nella seguente tabella 7.3.

Tabella 7.3: Valutazione con il metodo dei multipli dei prezzi di mercato

Multiplo di Borsa P/NAV	(migliaia di Euro)
Valore patrimonio immobiliare al 31/12/2007	146.766
PFN	40.405
NAV	106.361
Multiplo NAV su P Medio ponderato 12 mesi	0,79
Equity Value	84.260
Valore attribuibile alla partecipazione	20.778

Relativamente al metodo delle transazioni comparabili, tenuto conto del trend negativo relativo al settore immobiliare che rende difficilmente comparabili i prezzi relativi a transazioni odierne con quelli relativi a transazioni concluse da oltre un anno, si è esaminato prudenzialmente un campione comprendente le sole operazioni avvenute nei 12 mesi precedenti la data di riferimento della stima in Italia (solo 2007).

Il valore mediano dei multipli così calcolati è stato applicato al valore del patrimonio immobiliare del Gruppo Realty Vailog riferito al 31/12/2007. Si è così pervenuti a definire il valore dell'Entreprise Value di Realty Vailog che, depurato della posizione finanziaria netta e commisurato alla percentuale di possesso della partecipazione, definisce il valore attribuibile alla partecipazione di Alerion. I valori risultanti sono riassunti nella seguente tabella 7.4.

Tabella 7.4: Valutazione con il metodo dei multipli desunti da transazioni comparabili

Multiplo transazioni comparabili EV/Properties Value	(migliaia di Euro)
Valore patrimonio immobiliare al 31/12/2007	146.766
Multiplo EV/Properties Value	1,0162
EV	149.142
PFN	40.405
Equity Value	108.737
Quota di partecipazione	24,65%
Valore attribuibile alla partecipazione	26.804

20 Cfr. Allegato.

21 Cfr. Allegato.

Infine, a scopo di raffronto, si è utilizzato il metodo dei prezzi medi di Borsa. Il prezzo di Borsa di Resprime il valore attribuito dal mercato alle azioni della società, in relazione alle prospettive di mercato e all'andamento economico, patrimoniale e finanziario. È opportuno segnalare il trend negativo dei prezzi di mercato relativi al settore immobiliare; tale situazione ha imposto a chi scrive da un lato la necessità di considerare comunque i dati del recente passato al fine di esprimere un valore che prescindendo da eventi e percezioni legati a un singolo momento, dall'altro l'esigenza di ponderare adeguatamente tali dati con lo scopo di considerare il trend di mercato in essere.

Come precedentemente evidenziato, per disporre di un dato che avesse le caratteristiche di affidabilità, coerenza, continuità, dimostrabilità ed efficienza, si è reso necessario considerare sia un orizzonte temporale sufficientemente ampio, non influenzato cioè da particolari situazioni tecnico-congiunturali di mercato, sia periodi più brevi e recenti. Si è pertanto scelto il prezzo medio ponderato relativo agli ultimi 12 mesi, che comprende un intervallo precedente e uno successivo alla data di riferimento della stima, ma anche i prezzi medi relativi agli ultimi 6 e 3 mesi. I prezzi medi a cui si è pervenuti di Euro 3,25, 2,84 e 2,77, che determinano un valore attribuibile alla partecipazione del 24,65% di Alerion in Realty Vailog compreso tra 16,8 e 19,8 milioni di Euro.

Media P Borsa 12 mesi	19.823
Media P Borsa 6 mesi	17.338
Media P Borsa 3 mesi	16.867

L'applicazione del metodo patrimoniale, che evidenzia un valore di 22,0 milioni di Euro, seppure con i limiti di tale metodologia, è stata utilizzata, infine, a fini di controllo della presente valutazione.

Il *range* di valori cui quindi si perviene tiene conto dei valori ottenuti con i criteri di stima sopra evidenziati e dell'attuale trend di mercato negativo che caratterizza il settore immobiliare.

Valore attribuibile alla partecipazione	
Multiplo Borsa P/NAV	20.778
Multiplo M&A EV/Properties Value	26.804
Range	22.000 - 24.000
PN	22.003

Il *range* di valori cui si è pervenuti per la partecipazione del 24,65% di Alerion in Realty Vailog può essere compreso tra Euro 22,0 e 24,0 milioni.

7.3. LA VALUTAZIONE DI MEDIAPASON

Chi scrive ha stimato il valore della Mediapason mediante l'applicazione del metodo di mercato, analogamente a quanto effettuato per le stime delle società precedenti, con la precisazione che in questo caso non si tratta di società quotata. Dopo aver valutato la società con il metodo dei multipli di borsa e delle transazioni comparabili, si è applicata la c.d. "regola del pollice" (*rule of thumbs*) più utilizzata nel settore di attività di Mediapason, esclusivamente a fini di controllo.

I metodi dei multipli di mercato e delle transazioni comparabili comportano l'analisi dell'andamento dei valori di mercato di società comparabili quotate in mercati organizzati e di transazioni finalizzate a operazioni di fusione e acquisizione che hanno coinvolto realtà comparabili per un arco temporale sufficientemente ampio, al fine di limitare gli effetti riconducibili a particolari congiunture di mercato. Tale metodo non si basa dunque su formule valutative, ma deduce il valore direttamente da osservazioni di mercato.

Nel caso di specie, si tratta di due campioni analizzati, estrapolati dai database finanziari Bloomberg e Mergermarket aventi ad oggetto società, che presentano le seguenti caratteristiche:

- omogeneità: le imprese individuate, considerano come attività core le attività radiotelevisive, anche locali;
- attualità: le operazioni sono concentrate in un periodo recente, per cui le condizioni alle quali si sono svolte le negoziazioni sono espressive di quelle medie di mercato;
- numerosità: il numero delle operazioni è sufficiente per fornire indicazioni significative.

Il settore dei media è molto composito, soggetto a una rapida evoluzione dei modelli di business, caratterizzati da varie tipologie di contenuti, di modelli distributivi, di livelli di integrazione verticale e orizzontale e di fonti di ricavo. A un ristretto gruppo di imprese globali di grandissime dimensioni si affiancano imprese nazionali, ciascuna caratterizzata da specificità proprie del singolo mercato domestico di riferimento. I subsettori in cui può essere distinto il settore fanno più riferimento ad aree di affari che non a singole imprese, nel senso che ciascuna azienda combina in forme originali l'operatività in più di un'area d'affari. Il settore media è suddiviso in 3 subsettori: broadcasting/free tv (pay TV, TV libera, radio, sottoscrizione on line, ecc.), publishing (libri, riviste e quotidiani) ed entertainment (film, musica, parchi a tema). Nell'individuazione delle società comparabili si è cercato di selezionare quelle società maggiormente attive nel subsettorio broadcasting/free tv. Inoltre, poiché il settore si caratterizza per un'accentuata tendenza alla globalizzazione e alla concentrazione, gli analisti trovano in genere poco significativi i multipli fondati su indici di redditività del capitale e su misure di performances legate all'ultima riga del conto economico (che risentono delle modalità seguite di contabilizzazione dell'avviamento e delle relative politiche di ammortamento) e preferiscono multipli fondati su margini lordi (EBITDA) o sul fatturato.

Chi scrive ha quindi concentrato l'analisi sull'identificazione dei moltiplicatori di mercato più frequentemente applicati in questi casi, ovvero il rapporto "EV/EBITDA". Nel caso specifico si è utilizzato l'EBITDA pieno ovvero calcolato con i contributi²² a favore delle TV

²² Si tratta di Contributi Locali ex legge Finanziaria. Nel corso dell'anno (per esempio il 2007) si contabilizzano quelli del precedente (per esempio il 2006). Considerando che la Finanziaria di riferimento prevede un incremento del 30% dei contributi 2007, nel budget 2008 la Società ha ipotizzato prudenzialmente una crescita del 20% dei contributi per Mediapason SpA e Telemobilità SpA, rispetto ai contributi incassati nel 2007. Infine, si segnala come l'immobile, sede di Mediapason, in via Colico n.36, potrebbe essere considerato un'ulteriore fonte di valore.

locali, per le ragioni evidenziate al paragrafo 5.3 e vista la posizione di leadership detenuta nel mercato locale di riferimento.

Il campione contenente tutte le comparabili quotate è stato depurato di quelle per cui non era disponibile alcun multiplo. L'analisi condotta ha portato all'individuazione di un panel²³ costituito da complessive 7 società per il multiplo "EV/EBITDA", con i prezzi medi di borsa a 6 e 12 mesi. Il campione contenente invece le transazioni su imprese comparabili è stato depurato di quelle per cui non era disponibile alcun multiplo. L'analisi condotta ha portato all'individuazione di un panel costituito da 7 società oggetto di operazioni avvenute nel periodo 2005-2007 per il multiplo "EV/EBITDA".

Per ciascun multiplo chi scrive ha, dunque, calcolato il valore medio e il valore mediano del campione. Chi scrive ha ritenuto opportuno utilizzare come indicatore di sintesi la mediana dei campioni. Il valore mediano dei multipli così calcolati è stato applicato alle pertinenti grandezze dell'attività di Mediapason riferite al Budget 2008 in coerenza con le aspettative incorporate nei prezzi. Inoltre, in considerazione del fatto che si è utilizzato l'EBITDA pieno, per motivi prudenziali, si è valutata prima Mediapason con i multipli calcolati sui prezzi a 12 mesi e successivamente si è verificato tale valore applicando anche il multiplo con i prezzi a 6 mesi che risulta leggermente inferiore. I valori risultanti sono riassunti nella seguente tabella 7.5.

Tabella 7.5: Valutazione con i multipli di mercato e delle recenti transazioni di Mediapason

Multiplo Borsa EV/EBITDA – Prezzi media 12 mesi		in migliaia di Euro
EBITDA 2008		7.489
Multiplo EV/EBITDA		9,7
EV Mediapason		72.643,30
PFN		26.605,00
Equity Value		46.038,30
Quota di partecipazione		17,84%
Valore attribuibile alla partecipazione		8.213

Multiplo Borsa EV/EBITDA – Prezzi media 6 mesi		in migliaia di Euro
EBITDA 2008		7.489
Multiplo EV/EBITDA		9,0
EV Mediapason		67.401,00
PFN		26.605,00
Equity Value		40.796,00
Quota di partecipazione		17,84%
Valore attribuibile alla partecipazione		7.278

Multiplo M&A EV/EBITDA		in migliaia di Euro
EBITDA 2008		7.489
Multiplo EV/EBITDA		12,8
EV Mediapason		95.859,20
PFN		26.605,00
Equity Value		69.254,20
Quota di partecipazione		17,84%
Valore attribuibile alla partecipazione		12.355

²³ Cfr. Allegato.

* * *

Nella tipologia di aziende in esame la stima del valore è un procedimento complesso per l'elevato valore intrinseco dei canali e delle frequenze radiotelevisive. Il valore delle frequenze, nella prassi più recente e affermata, è strettamente legato:

- alla popolazione effettivamente raggiunta con buona qualità dagli impianti di diffusione radiotelevisiva;
- alla collocazione geografica;
- alla dimensione di copertura;
- alla tipologia degli impianti e alle possibilità di riconvertibilità.

Il gruppo Mediapason possiede una rete di frequenze sparse nel territorio lombardo con le quali raggiunge l'intera popolazione regionale e anche di più, ovvero un numero di utenti di circa 9 milioni, per le due Reti principali - Telelombardia e Antenna 3 - e circa il 40% per Canale 6 senza considerare il Piemonte. Gli impianti di diffusione radiotelevisiva, a cui le frequenze sono imputate, sono generalmente valorizzati secondo una metodologia empirica (c.d. *rule of thumbs*) basata sul numero di utenti raggiunti per una valorizzazione unitaria.

La complessità insita nel metodo è individuare il valore unitario da attribuire a ogni utente raggiunto. Per la valutazione in esame ai soli fini di controllo sono state prese a riferimento le recenti operazioni che presentano valorizzazioni medie nell'intorno di Euro 3,0 - 3,5 per utente raggiungibile.

Nella valutazione relativa a Mediapason, per tale metodologia di calcolo del valore di mercato si è ritenuto prudente applicare la parte inferiore del *range*, pari a Euro 3,0 per utente raggiunto.

L'applicazione di tale criterio ha determinato un valore attribuibile alla partecipazione del 17,84% di Alerion in Mediapason pari a circa Euro 12 milioni.

Rule of Thumbs	Euro
Utenti per Telelombardia e Antenna 3	10.850.000
Utenti per Canale 6	4.107.000
Euro per utente	3,0
EV Mediapason	94.759,45
PFN	26.605,00
Equity Value	68.154,45
Quota di partecipazione	17,84%
Valore attribuibile alla partecipazione	12.159

* * *

Alla luce delle valutazioni effettuate, delle considerazioni fatte sui risultati e del fatto che la società non è quotata e che Alerion detiene una quota di minoranza, chi scrive, tenuti presenti anche i valori registrati nelle recenti operazioni sul capitale di Mediapason²⁴, il *range* di valori cui quindi si è pervenuti per la partecipazione del 17,84% di Alerion in Mediapason può essere compreso tra Euro 8,0 e 10,0 milioni.

²⁴ Per esempio l'ingresso tra i soci di Industria & Finanza SGR S.p.A. - Fondo I.F. Investimenti con il 17,84% che è avvenuto all'incirca agli stessi valori della presente stima.

7.4. LA VALUTAZIONE DI RCR CRISTALLERIA ITALIANA

Chi scrive ha stimato il valore della RCR Cristalleria Italiana mediante l'applicazione del metodo dei multipli di mercato, come c.d. metodo principale, analogamente a quanto effettuato per le stime delle società precedenti, con la precisazione che in questo caso non si tratta di società quotata. Dopo aver valutato la società con il metodo dei multipli di borsa e delle transazioni comparabili, il valore così determinato è stato controllato con quello patrimoniale e con il valore di carico della partecipazione in Alerion al 31 dicembre 2007.

I metodi dei multipli di mercato e delle transazioni comparabili comportano l'analisi dell'andamento dei valori di mercato di società comparabili quotate in mercati organizzati e di transazioni finalizzate a operazioni di fusione e acquisizione che abbiano coinvolto realtà comparabili per un arco temporale sufficientemente ampio, al fine di limitare gli effetti riconducibili a particolari congiunture di mercato. Tale metodo non si basa dunque su formule valutative, ma deduce il valore direttamente da osservazioni di mercato.

Nel caso di specie, si tratta di due campioni analizzati, estrapolati dai database finanziari Bloomberg, FactSet e Mergermarket aventi ad oggetto società europee, che presentano le seguenti caratteristiche:

- omogeneità: le imprese individuate, considerano come attività core le attività di produzione e commercializzazione di prodotti in vetro e cristallo;
- attualità: le operazioni sono concentrate in un periodo recente, per cui le condizioni alle quali si sono svolte le negoziazioni sono espressive di quelle medie di mercato;
- numerosità: il numero delle operazioni è sufficiente per fornire indicazioni significative.

Si sono, quindi, identificati i moltiplicatori di mercato più frequentemente applicati nel settore oggetto di analisi: tale multiplo è rappresentato dal rapporto "EV/EBITDA", che rappresenta il criterio maggiormente utilizzato nella prassi valutativa in quanto da un lato ha il pregio di essere una metodologia, seppur sintetica, basata su flussi di cassa, dall'altro riesce a eliminare la variabilità a volte insita nei metodi basati sulla *discounted cash flow*.

Il campione contenente le comparabili quotate è stato depurato di quelle per cui non era disponibile alcun multiplo. L'analisi condotta ha portato all'individuazione di un panel²⁵ costituito da complessive 5 società per il multiplo "EV/EBITDA".

Il campione contenente invece le transazioni su imprese comparabili è stato depurato di quelle per cui non era disponibile alcun multiplo. L'analisi condotta ha portato all'individuazione di un panel²⁶ costituito da 11 società su 15 oggetto di operazioni avvenute nel periodo 2005-2007 per il multiplo "EV/EBITDA".

Per ciascun multiplo chi scrive ha, dunque, calcolato il valore medio e il valore mediano del campione. Chi scrive ha ritenuto opportuno utilizzare come indicatore di sintesi la mediana dei campioni.

Il valore mediano dei multipli così calcolati è stato applicato alle pertinenti grandezze dell'attività di RCR riferite alla media ponderata del risultato di bilancio 2007 (in realtà riferibile al solo secondo semestre 2007, come evidenziato al paragrafo 5.4) e del Budget 2008 con pesi rispettivamente 60% e 40% in considerazione del fatto che RCR Cristalleria (ex Calp) è in pieno turnaround e quindi per motivi prudenziali. I valori risultanti sono riassunti nella seguente tabella 7.6.

²⁵ Cfr. Allegato.

²⁶ Cfr. Allegato.

Tabella 7.6: Valutazione con i multipli di mercato e delle recenti transazioni di RCR

Multiplo Borsa EV/EBITDA		in migliaia di Euro
EBITDA ponderato 2007-2008		3.657
Multiplo EV/EBITDA		6,0
EV		21.943,20
PFN		11.679,00
Equity Value		10.264,20
Quota di partecipazione		15,00%
Valore attribuibile alla partecipazione		1.540

Multiplo transazioni comparabili EV/EBITDA		
EBITDA ponderato 2007-2008		3.657
Multiplo EV/EBITDA		6,6
EV		24.137,52
PFN		11.679,00
Equity Value		12.458,52
Quota di partecipazione		15,00%
Valore attribuibile alla partecipazione		1.869

Alla luce delle valutazioni effettuate, dell'attuale trend di mercato che caratterizza il settore in Borsa, delle considerazioni fatte sui risultati della Società che è in fase di ristrutturazione, chi scrive, tenuti presenti anche i valori registrati nelle recenti operazioni sul capitale di RCR²⁷, il range di valori cui, quindi, si è pervenuti per la partecipazione del del 15,0% di Alerion in RCR può essere compreso tra Euro 1,5-1,7 milioni.

* * *

Il Prestito Obbligazionario Convertibile di RCR

Inoltre, nell'ambito dell'operazione di cessione del Portafoglio Alerion a Industria e Innovazione oltre alle partecipazioni azionarie vi è nell'ambito di RCR – come ricordato – un prestito obbligazionario convertibile. Infatti, nella posizione finanziaria netta di RCR è iscritto il POC emesso da RCR Cristalleria Italiana S.p.A. stessa ed interamente sottoscritto da Alerion pari a 2,5 milioni di Euro. In data 16 novembre il Consiglio di Amministrazione della RCR, ai sensi dell'art. 2420 ter del Codice Civile, in esecuzione della delega contenuta nell'atto costitutivo, ha deliberato l'emissione di un prestito obbligazionario convertibile fruttifero al 2% nominale annuo con scadenza 30 novembre 2011, per un ammontare complessivo appunto di Euro 2,5 milioni riservato al socio Alerion. Tale POC viene valutato al valore nominale.

Pertanto chi scrive stima che il valore del POC RCR di Alerion nell'operazione di cessione a Industria e Innovazione sia pari a Euro 2,5 milioni.

²⁷ Si fa riferimento al valore di acquisto della partecipazione stessa da parte di Alerion lo scorso anno e al valore previsto per l'opzione put di Alerion sulle azioni di RCR da parte del Gruppo Lucherini per una cifra all'incirca pari a 1,5 milioni di Euro, riportato nel Contratto di Opzioni di Vendita di Azioni del 28 maggio 2007.

7.5. LA VALUTAZIONE DI OFFICINE CST

Chi scrive ha stimato il valore della Officine CST mediante l'applicazione del metodo dei multipli di mercato, come c.d. metodo principale, analogamente a quanto effettuato per le stime delle società precedenti, con la precisazione che in questo caso non si tratta di società quotata.

I metodi dei multipli di mercato e delle transazioni comparabili comportano l'analisi dell'andamento dei valori di mercato di società comparabili quotate in mercati organizzati e di transazioni finalizzate a operazioni di fusione e acquisizione che hanno coinvolto realtà simili per un arco temporale sufficientemente ampio, al fine di limitare gli effetti riconducibili a particolari congiunture di mercato. Tale metodo non si basa dunque su formule valutative, ma deduce il valore direttamente da osservazioni di mercato.

Nel caso di specie, si tratta di due campioni analizzati, estrapolati dai database finanziari Bloomberg e Mergermarket aventi ad oggetto società europee, che presentano le seguenti caratteristiche:

- omogeneità: le imprese individuate, considerano come attività core le attività legate ad operazioni finanziarie;
- attualità: le operazioni sono concentrate in un periodo recente, per cui le condizioni alle quali si sono svolte le negoziazioni sono espressive di quelle medie di mercato;
- numerosità: il numero delle operazioni è sufficiente per fornire indicazioni significative.

Il settore di Officine CST è molto composito, soggetto a una rapida evoluzione dei modelli di business, caratterizzati da varie tipologie di contenuti, di modelli distributivi, di livelli di integrazione verticale ed orizzontale e di fonti di ricavo.

Inoltre, è ancora una volta opportuno segnalare il trend negativo dei prezzi di mercato relativi al settore finanziario e bancario più in generale; tale situazione ha imposto a chi scrive da un lato la necessità di considerare comunque i dati del recente passato al fine di esprimere un valore che prescindere da eventi e percezioni legati ad un singolo momento, dall'altro l'esigenza di ponderare adeguatamente tali dati con lo scopo di considerare il trend di mercato in essere.

Di seguito si descrivono i profili metodologici applicativi rilevanti per la determinazione dei parametri necessari all'applicazione dei metodi prescelti e la conseguente individuazione del valore relativo.

Si sono quindi identificati i moltiplicatori di mercato più frequentemente applicati nel settore oggetto di analisi: tale multiplo è rappresentato dal rapporto "EV/EBIT", che rappresenta il criterio maggiormente utilizzato nella prassi valutativa in quanto ha il pregio di essere una metodologia, seppur sintetica, basata su sempre flussi di cassa. In tal caso, trattandosi di un'impresa di servizi non dotata di immobilizzazioni e quindi con pochi ammortamenti, si è scelto di utilizzare l'EBIT per semplicità e per prudenza che non differisce molto dall'EBITDA.

Il campione contenente le comparabili quotate è stato depurato di quelle per cui non era disponibile alcun multiplo. L'analisi condotta ha portato all'individuazione di un panel²⁸ costituito da complessive 6 società per il multiplo "EV/EBIT".

Il campione contenente invece le transazioni su imprese comparabili ha portato all'individuazione di un panel²⁹ costituito da 9 società su 17 oggetto di operazioni avvenute nel periodo 2005-2007 per il multiplo "EV/EBIT".

²⁸ Cfr. Allegato.

Per ciascun multiplo chi scrive ha, dunque, calcolato il valore medio e il valore mediano del campione. Chi scrive ha ritenuto opportuno utilizzare come indicatore di sintesi la mediana dei campioni.

In particolare, il valore mediano dei multipli così calcolati è stato applicato alle pertinenti grandezze dell'attività di Officine riferite al risultato di bilancio 2007, in considerazione dei dati disponibili e del fatto che anche Officine si trova in un momento particolare di mercato e quindi per motivi prudenziali. I valori risultanti sono riassunti nella seguente tabella 7.7.

Tabella 7.7: Valutazione con i multipli di mercato e recenti transazioni di Officine CST

Multiplo Borsa EV/EBIT	Migliaia di Euro
EBIT	1.088
Multiplo EV/EBIT	12,3
Equity Value	13.220,12
Quota di partecipazione	10,00%
Valore attribuibile alla partecipazione	1.322

Multiplo transazioni comparabili EV/EBIT	
EBIT	1.088
Multiplo EV/EBIT	14,3
Equity Value	15.396,12
Quota di partecipazione	10,00%
Valore attribuibile alla partecipazione	1.540

Le suddette valutazioni con i multipli sono confermate anche dal confronto con il valore contabile di carico della partecipazione recentemente acquisita da Alerion.

Multiplo Borsa EBIT	1.322
Multiplo M&A EBIT	1.540
Valore di Carico	1.500

Pertanto, il valore cui si è pervenuti per la partecipazione del 10% di Alerion in Officine CST è pari a Euro **1,5 milioni**.

²⁹ Cfr. Allegato.

7.6. LA VALUTAZIONE DI BANCA MB

Chi scrive ha stimato, infine, il valore della partecipazione di Alerion in Banca MB SpA.

Le banche si contraddistinguono per alcuni aspetti particolari che devono essere considerati al momento della loro valutazione: il primo è il debito, per una banca o una compagnia di assicurazioni è difficile da definire e misurare, rendendo difficile stimare il valore dell'azienda o il costo del capitale; il secondo è che le spese per investimenti e il capitale circolante, che sono input richiesti per stimare i cash flow, sono spesso non facilmente determinabili; infine, le considerazioni regolamentari ne influenzano la valutazione. La dottrina ha quindi sviluppato particolari applicazioni dei diversi criteri di valutazione per le banche.

La presente valutazione però in considerazione della tipologia di azienda di credito in esame, lo stadio del ciclo di vita, l'incertezza del processo di consolidamento del business dopo circa 3 anni dallo start up delle attività di Banca MB e anche in questo caso, alla luce dell'attuale trend di mercato bancario e borsistico, chi scrive ha confermato la valutazione sulla base del patrimonio netto, ovvero coincidente con il valore di carico della partecipazione di Alerion.

La quota pari al 3,57% di Alerion in Banca MB è dunque prudenzialmente stimata pari al valore di carico al 31 dicembre 2007, cioè pari a 2,9 milioni di Euro; tale valore viene quindi corretto in aumento dell'importo versato per cassa a titolo di versamento in contro aumento di capitale pari a 1,2 milioni di Euro.

Pertanto, il valore cui si è pervenuti per la partecipazione del 3,57% di Alerion in Banca MB è pari a Euro **4,1 milioni**.

8. PARERE SULL'OPERAZIONE

L'operazione, descritta al paragrafo 4, prevede che Alerion venda a Industria e Innovazione le Partecipazioni e il POC di RCR oggetto di valutazione nella presente Relazione a un prezzo definito per l'acquisizione dell'intero Portafoglio pari all'incirca a 55,7 milioni di Euro.

Il prezzo sarà corrisposto da Industria e Innovazione ad Alerion per 27 milioni di Euro alla data di esecuzione dell'accordo di compravendita.

I rimanenti 28,7 milioni circa in data differita attraverso un prestito remunerato di Alerion. La "seconda tranche", sarà dunque pagata/rimborsata alla data del 31 dicembre 2011. Su tale prestito, corrispondente alla seconda tranche di pagamento del prezzo, sarà applicato un tasso fisso del 7,5% annuo, con capitalizzazione annua al 31 dicembre di ciascun anno degli interessi maturati fino al 31 dicembre 2010. La seconda tranche del prezzo sarà assistita da pegno sulle Partecipazioni azionarie, con eccezione quindi del POC RCR.

In caso di dismissione di una o più delle Partecipazioni prima della data di pagamento della seconda tranche, l'acquirente corrisponderà al venditore una percentuale pari all'80% dei relativi proventi, al netto delle relative imposte dirette e al netto di quanto eventualmente dovuto a titolo di "integrazione di prezzo", a titolo di pagamento anticipato della corrispondente parte della seconda tranche del prezzo.

La retrocessione inoltre ad Alerion di una parte delle plusvalenze da cessione eventualmente realizzate da Industria e Innovazione ("integrazione di prezzo"). In particolare, nei primi 12 mesi l'acquirente corrisponderà ad Alerion una quota pari al 50% della plusvalenza al netto del carico fiscale (da calcolarsi tenendo anche conto dell'effetto fiscale dell'integrazione di prezzo); mentre nei successivi 12 mesi dall'atto del trasferimento del Portafoglio corrisponderà una quota pari al 30%.

In caso di minusvalenze derivanti dalle dismissioni realizzate nei medesimi periodi, calcolate con le stesse modalità previste per le plusvalenze andranno automaticamente a riduzione delle plusvalenze ai fini del calcolo dell'integrazione di prezzo, ivi compresi i relativi effetti fiscali. Nessuna riduzione di prezzo, infine, sarà riconosciuta all'acquirente per l'ipotesi in cui le minusvalenze siano superiori agli importi delle plusvalenze.

Da ultimo, le Parti convengono che, in caso di mancato avveramento entro il termine di 180 giorni dalla data di sottoscrizione dell'Accordo, l'Accordo stesso cesserà di avere ogni efficacia a tutti gli effetti e le Parti saranno liberate da ogni obbligazione assunta con l'Accordo stesso.

Le partecipazioni di Alerion che vengono cedute a Industria e Innovazione sono, quindi:

- 24,65% di Realty Vailog S.p.A.,
- 9,05% di Reno de Medici S.p.A.,
- 17,84% di Mediapason S.p.A.,
- 15,00% % di RCR Cristalleria Italiana S.p.A.,
- 10,00% di Officine CTS S.p.A.,
- 3,57% di Banca MB S.p.A.,
- nonché il prestito obbligazionario convertibile (POC) emesso da RCR Cristalleria Italiana S.p.A. e interamente sottoscritto da Alerion.

Chi scrive ha attribuito i seguenti valori alle Partecipazioni e al POC di seguito riportati in maniera sintetica:

Subito	Valore/azione	Valore Azione (%)	Range di valore	Stato di attuazione
Reno De Medici	[34.157.528]	9,95%	Euro 13-16 mln	in corso di attuazione
Realty Vallog	[6.097.387]	24,65%	Euro 22-24 mln	in corso di attuazione
Mediapason	[1.570.022]	17,84%	Euro 8-10 mln	in corso di attuazione
Banca MB	[3.750.000]	3,57%	Euro 4,1 mln	in corso di attuazione
RCR Cristalleria	[2.884.875]	15,0%	Euro 1,5-1,7 mln	in corso di attuazione
POCR Cristalleria Italiana		100,0%	Euro 2,5 mln	in corso di attuazione
Officine CST	[12.000]	10,0%	Euro 1,5 mln	in corso di attuazione
Totale			Euro 52,6-58,8 mln	

Il range di valori al 31 dicembre 2007 cui si è pervenuti per il Portafoglio delle suddette Partecipazioni e del prestito obbligazionario convertibile RCR è complessivamente compreso tra Euro 52,6 e 58,8 milioni.

Alla luce delle caratteristiche dell'operazione di compravendita, del prezzo, delle formule di pagamento e delle altre condizioni riportate nell'accordo di compravendita, si esprime parere positivo sulla congruità dell'operazione per le Parti coinvolte.

9. LIMITAZIONI

Il presente documento è assoggettato ai limiti riportati di seguito.

Le analisi e le valutazioni svolte sono basate sugli eventi ritenuti certi o ragionevolmente prevedibili al momento della stesura della presente. Chi scrive ha escluso dalle analisi e dalle proiezioni, tutti gli elementi di natura eminentemente straordinaria e dunque non ragionevolmente prevedibili, non coerenti con i principi di logica e prudenza adottati nel presente lavoro. Chi scrive ha fatto pieno ed esclusivo affidamento sulla veridicità, accuratezza e completezza di tutti i dati pubblicamente disponibili e di tutte le informazioni ricevute da Alerion per l'espletamento dell'incarico, senza dar corso ad alcuna verifica indipendente sugli stessi. Chi scrive non si è impegnato in alcun modo a procedere alla verifica dell'attendibilità di tali informazioni, né a verificare la validità dei rapporti giuridici sottesi all'attività svolta e in base ai quali sono state elaborate le informazioni storiche e prospettive acquisite. Chi scrive, pertanto, declina ogni responsabilità ove i risultati riportati nella presente fossero inficiati dalla non completezza, non accuratezza, o non veridicità delle informazioni scritte e orali fornite dalla Società e degli altri elementi conoscitivi utilizzati per la valutazione condotta.

Ogni stima e proiezione di carattere economico-finanziario utilizzata da chi scrive ai fini della presente è stata predisposta e/o fornita dalla Direzione di Alerion ovvero acquisita da informazioni disponibili al pubblico, ovvero ricavata da assunzioni conseguenti ai colloqui intercorsi con la Direzione di Alerion. Chi scrive non assume alcuna responsabilità in relazione a stime e proiezioni, né in relazione alle fonti di provenienza delle medesime. Riguardo all'insieme delle informazioni finanziarie, economiche e patrimoniali fornite da Alerion, inoltre, chi scrive ha assunto che siano state elaborate secondo criteri di ragionevolezza e che riflettano le migliori stime e giudizi individuabili da Alerion stessa. In particolare, chi scrive ha fatto affidamento sul fatto che non è stato omissso il riferimento ad alcun dato, evento o situazione che possa aver influenzato, anche solo potenzialmente, in modo significativo i dati e le informazioni fornite a chi scrive. La Società ha fornito, inoltre, il dettaglio e la descrizione analitica di alcune voci di bilancio anche in data successiva come da richiesta di chi scrive. La stima condotta da chi scrive non ha considerato il possibile insorgere di passività potenziali.

Chi scrive, nell'elaborare la propria opinione, ha proceduto ad applicare diverse metodologie di stima normalmente utilizzate nella migliore prassi valutativa italiana e internazionale e che prendono in considerazione sia l'analisi dei fondamentali delle Società, sia i dati di mercato relativi a società comparabili a quello oggetto di esame. Le valutazioni qui contenute sono riferite alle condizioni di mercato esistenti e valutabili sino alla data della presente. Chi scrive non assume pertanto, alcuna responsabilità in ordine ad eventuali carenze o difetti di analisi o delle conclusioni dipendenti dall'intervallo temporale tra la data della presente e la data in cui sarà effettuata una possibile verifica. Poiché l'opinione è riferita alle condizioni economiche e di mercato, generali e specifiche, attualmente esistenti, ogni evoluzione successiva che dovesse verificarsi non comporterà a carico di chi scrive alcun obbligo di aggiornare, rivedere o riaffermare l'opinione. La presente non dovrà essere impiegata per fini diversi da quelli per cui è stata redatta.

Le analisi valutative contenute nella presente sono dunque basate sulle informazioni e condizioni di mercato e regolamentari conosciute alla data di effettuazione delle stesse e, che, a fronte di eventuali variazioni nei mercati e nei settori di riferimento, potrebbero in futuro differire significativamente. Fermo quanto precede, chi scrive non è a conoscenza e, pertanto, non ha valutato, l'impatto di fatti verificatisi o gli effetti conseguenti a eventi che si potrebbero verificare, ivi compreso quelli di natura normativa e regolamentare, anche riguardanti gli specifici settori in cui operano le Società o situazioni specifiche, che comportino modifiche nelle proiezioni economico-finanziarie e delle altre informazioni finanziarie, economiche e patrimoniali, posti alla base della presente. Qualora si verificassero, verrebbero meno i presupposti del giudizio espresso da chi scrive e, pertanto, anche le conclusioni raggiunte nella presente.

La presente Relazione è ad esclusivo uso e beneficio degli organi deliberanti di Alerion e di Industria e Innovazione per la sola e specifica finalità sottesa al nostro incarico. Chi scrive non si assume, pertanto, alcuna responsabilità, diretta o indiretta, per danni che possano derivare da un non corretto utilizzo delle informazioni ivi contenute. Il presente documento o parti dello stesso non possono, inoltre, essere riprodotti e/o divulgati, sotto qualsiasi forma senza previo consenso scritto.

Infine, non viene espressa alcuna opinione sui prezzi di mercato ai quali le azioni di Alerion potranno essere trattate.

9. CONCLUSIONI

Alla luce dell'obiettivo evidenziato, il mandato comune affidato a chi scrive da Alerion e Industria e Innovazione delle sei partecipate di Alerion oggetto di cessione a Industria e Innovazione - Realty Vallog S.p.A., Reno de Medici S.p.A., Mediapason S.p.A., RCR Cristalleria Italiana S.p.A., Banca MB S.p.A., Officine CTS S.p.A. - più il POC RCR, ha comportato la stima del valore di mercato al 31 dicembre 2007.

Il valore delle partecipazioni e del POC sono determinati, così come riassunto di seguito:

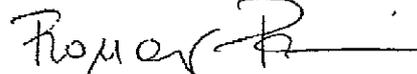
Azienda	Importo (milioni)	Quota (%)	Range di Valore
Reno De Medici	[34.157,528]	9,05%	Euro 13 - 15 mln
Realty Vallog	[6.097,387]	34,65%	Euro 22 - 24 mln
Mediapason	[1.670,022]	17,84%	Euro 8 - 10 mln
Banca MB	[3.750,000]	3,57%	Euro 4,4 mln
RCR Cristalleria Italiana	[4.883,876]	15,0%	Euro 15 - 17 mln
POC RCR Cristalleria Italiana		100,0%	Euro 2,5 mln
Officine CTS	[12,000]	10,0%	Euro 1,5 mln
Totale			Euro 52,6 - 58,8 mln

In conclusione, il valore di mercato del portafoglio di Partecipazioni e del prestito obbligazionario convertibile RCR cui si perviene è stimato in un range compreso tra Euro 52,6 e 58,8 milioni, si esprime altresì parere favorevole sulla congruità dell'operazione complessiva di compravendita del suddetto Portafoglio per le Parti coinvolte.

Milano, 31 luglio 2008

In fede

Prof. Dott. Francesco Perrini



PROF. DOTT. FRANCESCO PERRINI

ALLEGATO

Reno de Medici

Reno de Medici – Multipli di mercato

Prezzi medi ultimi 6M

Società	Paese	Mkt Cap (€ mln)	Sales Growth %			EBITDA Margin %			EV/EBITDA		
			2008E	2009E	2010E	2008E	2009E	2010E	2008E	2009E	2010E
Mayr-Melnhof	Austria	1,416	3.5%	1.7%	0.8%	14.4%	14.5%	14.4%	4.8x	4.7x	4.7x
Stora Enso	Finlandia	5,999	(1.8%)	5.3%	(3.8%)	10.3%	10.6%	11.1%	8.1x	7.5x	7.5x
M-Real	Finlandia	613	(1.3%)	(0.2%)	2.9%	8.3%	8.5%	9.0%	7.5x	7.3x	6.7x
Holmen	Svezia	1,806	(0.1%)	2.4%	3.8%	15.9%	16.2%	15.9%	7.5x	7.1x	7.0x
International Paper	US	7,540	8.6%	8.5%	4.9%	11.2%	11.6%	11.0%	6.7x	5.9x	6.0x
SCA	Svezia	7,195	4.0%	1.5%	2.4%	14.1%	14.3%	14.7%	7.0x	6.8x	6.4x
Media			2.1%	3.2%	1.8%	12.4%	12.6%	12.7%	6.9x	6.6x	6.4x
Mediana			1.7%	2.1%	2.7%	12.7%	13.0%	12.8%	7.2x	7.0x	6.6x

Fonte: Bloomberg, Dati Societari, FactSet, Equity Research

Reno de Medici – Transazioni Comparabili utilizzate 2006-07 EBITDA

Data	Acquirente	Target	Paese	Quota	Deal Value Euro/ mln	Equity 100%	EV Euro/ mln	EV/EBITDA
gen-08	Nippon Paper Group	Mishima Paper Co Ltd.	Giappone	90%	36,4	40,3	40,3	3,7
mar-07	Tokai Pulp & Paper	Tokushu Paper	Giappone	100%	202,3	202,3	206,9	11,2
ott-06	SCA	Cool Logistic Ltd.	UK	75%	8,4	11,2	11,2	6,3
ott-06	Europac	Gestcartao SGPS SA	Spagna	15%	65,5	428,7	428,7	13,7
lug-06	Mitsubishi Corp.	Hoknetstu Paper Mills	Giappone	23%	181,0	771,1	771,1	6,3
giu-06	Kohlberg & Co.	Packaging Dynamics Corp.	US	100%	117,9	117,9	172,2	7,0
					min			3,7
					Max			13,7
					Media			8,0
					Media senza min e Max			7,7
					Mediana			6,65

Reno de Medici – Transazioni Comparabili - Fonte 1\3

Anni 2004 - 2007	Buyer	Target	Paese Target	Quota %	Deal Value € mln	Equity 100%	EV € mln	EV / EBITDA
gen-08	Nippon Paper Group	Mishima Paper Co LTD	Giappone	90%	36.4	40.3	40.3	3.7x
mar-07	Tokai Pulp & Paper	Tokushu Paper	Giappone	100%	202.3	202.3	206.9	11.2x
ott-06	SCA	Cool Logistics Ltd	UK	75%	8.4	11.2	11.2	6.3x
ott-06	Europac	Gescartao SGPS SA	Spagna	15%	65.5	428.7	428.7	13.7x
lug-06	Mitsubishi Corp	Hokuetsu Paper Mills	Giappone	23%	181.0	771.1	771.1	6.3x
giu-06	Kohlberg & Co	Packaging Dynamics Corp	US	100%	117.9	117.9	172.2	7.0x
lug-04	SEMAPA Investments B.V.	Portucel SA	Portogallo	70%	833.0	1,190.0	2,152.4	8.7x
nov-04	Carter Holt Harvey Ltd	Wadepack Ltd	Australia	100%	50.0	50.0	59.6	8.0x
mar-04	DS Smith plc	Linpac Containers Ltd	UK	100%	244.5	244.5	234.7	7.3x

EV/EBITDA

Media	8.0x
Mediana	7.3x
Max	13.7x
Min	3.7x

Reno de Medici – Transazioni Comparabili – Fonte 2/3

Anni 1999 - 2003 Data	Buyer	Target	Paese		Quota %	Deal Value		Equity		EV € mln	EV / EBITDA
			Target			€ mln	100%	100%			
Jan-03	MBO Team		US		100%	7.7	7.7	7.7	19.3	7.3x	
		Disc Graphics Inc									
Sep-02	MDCP Acquisitions		Irlanda		100%	3,700.0	3,700.0	3,700.0	4,837.2	5.7x	
		Jefferson Smurfit Group plc									
Jun-02	LR Investments BV		Francia		78%	246.8	317.4	259.0	6.0x	6.0x	
		La Rochette SA									
Mar-02	Temple-Inland Inc.		US		100%	649.2	649.2	649.2	8.4x	8.4x	
		Gaylord Container Corporation									
Jan-02	Sociedad Anonima Industrias Celulosa		Francia		78%	239.0	308.2	378.2	9.2x	9.2x	
		La Rochette SA									
Jan-02	Jefferson Smurfit Group		Svezia		67%	245.0	365.7	533.2	6.7x	6.7x	
		Munksjoe AB									
Nov-01	Svenska Cellulosa (SCA)		US		100%	104.2	104.2	104.2	5.2x	5.2x	
		Encore Paper Company Inc									
Nov-00	M-Real Oyj		Germania		72%	245.0	340.3	340.3	8.1x	8.1x	
		Zanders Feinpapier AG									

Reno de Medici – Transazioni Comparabili – Fonte 3/3

Data	Buyer	Target	Paese Target	Quota %	Deal Value € mln	Equity 100%	EV € mln	EV / EBITDA
Jun-00	Gruppo Favini SpA	Paesi Bassi	Paesi Bassi	100%	38.0	38.0	71.4	5.5x
Apr-00	Dieci Srl	Gelderse Papiergroep NV	Italia	100%	1,300.0	1,300.0	1,300.0	5.0x
Feb-00	Smurfit Investment UK Ltd	Cartiere Burgo SpA	UK	70%	9.4	13.4	21.0	8.4x
Feb-00	Stora Enso Oyj	Norcor Holdings plc	US	100%	4,000.0	4,000.0	4,900.0	14.3x
Feb-00	UPM Oyj	Consolidated Papers Inc.	US	77%	7,187.0	9,388.6	11,589.5	14.1x
Jul-99	SCA Packaging France	Champion International Corp.	Francia	100%	114.2	114.2	101.6	9.5x
		Hugues Nicollet SA						

EV/EBITDA	
Media	8.1x
Mediana	7.7x
Max	14.3x
Min	5.0x
Media Totale	EV/EBITDA
Media	8.1x
Mediana	7.3x
Max	14.3x
Min	3.7x

Realty Vaillog

Realty Vailog – Multipli di mercato

Italian listed real estate players	Market Cap. (€ mln)	Net Debt (€ mln)**	Gearing Ratio (D/E)	Assets/Market Value (€ mln)	NAV (€ mln)	P/NAV	
						su prezzo medio ponderato 6m	su prezzo medio ponderato 1Y
min							
Aedes	189	770	408%	1.134	364,30	0,68x	0,91x
Bastogi	197	109	55%	360	251	nm	nm
Beni Stabili	1.334	2.216	166%	4.579	2.363	0,60x	0,70x
Brioschi	287	47	16%	480	433	0,68x	0,79x
IGD	660	387	59%	1.123	736	0,91x	1,06x
IP1***	na	277	na	406	129	na	na
Immobiliare Lombarda	676	230	34%	na	na	na	na
Pirelli RE	720	300	42%	1.438	1.138	0,89x	1,15x
Risanamento	383	2.526	660%	3.850	1.324	0,53x	0,73x
Uni Land	264	115	44%	776	661	0,54x	0,66x
mean						0,69x	0,86x
median						0,68x	0,79x
max						0,91x	1,15x
min						0,53x	0,66x

***Titolo Sospeso

Realty Vallog – Transazioni Comparabili

Date	Target name	Target country	Target business description	Acq. name	Acq. country	% Investimento	Investimento	EqV	EV	Properties Value	Book Value	Properties Value	EqV/ BV Multiples
27/07/2007	Gercom Spa	ITA	Società proprietaria di centri commerciali	Altabasilio	ITA	100%	80	80	135	125	28	1,1 x	2,9 x
21/06/2007	Immobiliare Italia Servizi	ITA	Società di sviluppo immobiliare	House Building Spa	ITA	60%	9	15	30	32	4	0,9 x	4,1 x
21/02/2007	Ente Holding Srl	ITA	Società proprietaria di multiplex	Est Capital Sgr	ITA	100%	89	89	161	121	47	1,3 x	1,9 x
25/01/2007	Arrivederci Srl	ITA	Società di sviluppo immobiliare	Michele Amari Srl (Gruppo Statuto)	ITA	49%	12	24	40	42	18	1,0 x	1,3 x
28/12/2006	Domus Holding	ITA	Società di sviluppo immobiliare	Investitori Saudita	SAU	100%	600	600	600	na	na	na	na
23/11/2006	Casa dell'Olmo Srl	ITA		Firross Spa	ITA	na	na	na	8	na	na	na	na
30/07/2006	Prima Cinque Srl	ITA		Ponte Gadea SL	SPA	100%	80	80	120	88	nm	1,4 x	nm
18/07/2006	Rubattino 87 Srl	ITA		Aedes	ITA	46%	49	107	147	110	nm	1,3 x	nm

Average transactions

Median transactions

Min

Max

Median transactions 2007

102x

2,38 x

Mediapason

Mediapason – Multipli di mercato

Prezzi medi ultimi 6M

Società	Paese	Mkt Cap (€ mln)	Sales Growth %			EBITDA Margin %			EV/EBITDA		
			2008E	2009E	2010E	2008E	2009E	2010E	2008E	2009E	2010E
Mediaset	Italia	6,313	5.7%	2.5%	2.7%	39.2%	38.5%	36.2%	4.6x	4.6x	4.7x
ITV	UK	2,991	(0.1%)	0.7%	3.8%	16.1%	16.5%	16.3%	9.4x	9.1x	8.9x
M6	Francia	1,893	1.8%	4.5%	4.5%	19.0%	20.2%	20.4%	7.0x	6.3x	5.9x
Pro7Sat1	Germania	2,367	18.2%	1.5%	2.5%	22.0%	23.1%	23.8%	9.0x	8.5x	8.0x
RTL	Lussemburgo	11,840	4.0%	3.3%	2.6%	17.5%	18.2%	19.1%	11.5x	10.7x	10.0x
Antena 3	Spagna	1,577	(6.8%)	(3.7%)	(1.3%)	26.6%	22.6%	19.5%	6.6x	8.0x	9.4x
MTG	Svezia	2,841	13.1%	8.0%	7.1%	22.0%	19.3%	19.7%	9.8x	10.3x	9.4x
Media			5.1%	2.4%	3.1%	23.2%	22.6%	22.1%	8.3x	8.2x	8.1x
Mediana			4.0%	2.5%	2.7%	22.0%	20.2%	19.7%	9.0x	8.5x	8.9x

Prezzi medi ultimi 12M

Società	Paese	Mkt Cap (€ mln)	Sales Growth %			EBITDA Margin %			EV/EBITDA		
			2008E	2009E	2010E	2008E	2009E	2010E	2008E	2009E	2010E
Mediaset	Italia	7,336	5.7%	2.5%	2.7%	39.2%	38.5%	36.2%	5.2x	5.2x	5.3x
ITV	UK	3,813	(0.1%)	0.7%	3.8%	16.1%	16.5%	16.3%	11.4x	11.0x	10.7x
M6	Francia	2,216	1.8%	4.5%	4.5%	19.0%	20.2%	20.4%	8.2x	7.4x	7.0x
Pro7Sat1	Germania	2,876	18.2%	1.5%	2.5%	22.0%	23.1%	23.8%	9.7x	9.2x	8.7x
RTL	Lussemburgo	11,695	4.0%	3.3%	2.6%	17.5%	18.2%	19.1%	11.4x	10.6x	9.9x
Antena 3	Spagna	2,052	(6.8%)	(3.7%)	(1.3%)	26.6%	22.6%	19.5%	8.5x	10.4x	12.1x
MTG	Svezia	2,887	13.1%	8.0%	7.1%	22.0%	19.3%	19.7%	9.9x	10.5x	9.6x
Media			5.1%	2.4%	3.1%	23.2%	22.6%	22.1%	9.2x	9.2x	9.0x
Mediana			4.0%	2.5%	2.7%	22.0%	20.2%	19.7%	9.7x	10.4x	9.6x

Fonte: Bloomberg, Dati Societari, FactSet

Mediapason – Transazioni Comparabili

Data	Buyer	Target	Paese Target	Quota %	Deal Value € mln	Equity 100%	EV € mln	EV / EBITDA
Pending	SBI Holdings		Giappone	40%	21.5	54.2	54.2	5.8x
	Broad Media Corp							
set-07	Mediaset\Teleinco\Goldman Sachs\Cyrte In Endemol		Olanda	25%	767.2	3,068.7	3,068.7	17.1x
mar-07	Broadcasting Media Partners (consortium)		US	100%	8,465.2	8,465.2	9,452.5	19.5x
	Univision Communication							
gen-07	Catalyst Investment Managers		Australia	100%	24.1	24.1	31.2	8.1x
	Global Television Ltd							
dic-06	TF1		Francia	34%	230.0	686.6	686.6	8.6x
	AB Groupe Sa							
feb-06	Raycom Media		US	100%	722.4	722.4	794.2	13.8x
	Liberty Corp							
feb-04	Granada Plc		UK	100%	1,358.3	1,358.3	1,796.3	12.8x
	Carlton Communication							

Media	12.2x
Mediana	12.8x
Max	19.5x
Min	5.8x

RCR Cristalleria Italiana

RCR Cristalleria Italiana – Multipli di mercato

Prezzi medi ultimi 6M

Società	Paese	Mkt Cap (€ mln)	Sales Growth %			EBITDA Margin %			EV/EBITDA		
			2008E	2009E	2010E	2008E	2009E	2010E	2008E	2009E	2010E
Zignago Vetro	Italia	357	3.6%	7.5%	3.7%	27.0%	27.4%	27.8%	6.0x	5.5x	5.2x
Vidrara	Spagna	476	16.7%	6.0%	3.4%	23.1%	23.8%	23.1%	7.0x	6.4x	6.4x
O-I	US	5,615	10.4%	3.7%	3.0%	21.6%	22.3%	22.0%	6.9x	6.5x	6.4x
Libbey	US	119	7.9%	2.5%	n.a.	13.4%	13.7%	n.a.	5.8x	5.6x	n.a.
Vetropack	Svizzera	604	2.4%	4.5%	1.7%	25.7%	26.7%	26.9%	5.9x	5.5x	5.3x
Media			8.2%	4.8%	2.9%	22.2%	22.8%	25.0%	6.3x	5.9x	5.8x
Mediana			7.9%	4.5%	3.2%	23.1%	23.8%	25.0%	6.0x	5.6x	5.9x

RCR Cristalleria Italiana – Transazioni Comparabili 1/2

Data	Buyer	Target	Paese Target	Quota %	Deal Value € mln	Equity 100%	EV € mln	EV / EBITDA
apr-07	Brait SA		Sud Africa	100%	643.2	643.2	656.9	8.5x
		Consol Ltd						
feb-06	Nippon Sheet Glass Ltd		UK	80%	2,571.3	3,202.1	4,209.2	7.9x
		Pilkington Plc						
set-05	Efibanca S.p.A.		Italia	33%	117.0	354.5	440.3	7.4x
		Bormioli Rocco e Figlio S.p.A.						
set-05	Marzotto SpA		Italia	49%	226.9	465.0	486.0	6.5x
		Industrie Zignago						
giu-05	Bormioli Finanziaria S.p.A.		Italia	13%	24.9	186.0	287.8	4.8x
		Bormioli Rocco e Figlio S.p.A.						
mag-05	Ardagh Glass Ltd		UK	100%	72.7	72.7	72.7	n.a.
		Rexam Glass Barsey Ltd						
mag-05	Wistil		Polonia	52%	9.8	18.9	22.7	9.7x
		Huta Szkla Gospodarczego						
gen-05	Libbey Inc		Portogallo	95%	28.0	29.5	40.1	n.a.
		Cristalleria Automatica SA						

RCR Cristalleria Italiana – Transazioni Comparabili 2\2

Data	Buyer	Target	Paese Target	Quota %	Deal Value € mln	Equity 100%	EV € mln	EV / EBITDA										
dic-04	Partecipazioni Finanziarie S.p.A.	Italia	Italia	100%	153.0	153.3	392.8	6.6x										
	Bormioli Finanziaria S.p.A.																	
nov-04	Vidrala SA		US	100%	138.2	138.2	138.2	7.6x										
nov-04	Blackstone Group LP	Gerresheimer Glas AG	Germania	100%	600.0	600.0	600.0	n.a.										
lug-04	Ehesco Limited	Dartington Crystal Limited	UK	100%	5.7	5.7	5.7	n.a.										
mar-04	O-I Inc	BSN Glasspack SA	Francia	100%	460.5	460.5	1,141.0	5.7x										
feb-04	Rexam plc	Poland Glassworks Holding BV	Polonia	100%	14.8	14.8	14.8	5.2x										
gen-04	Rexam plc	Glas Moerdijk BV	Paesi Bassi	100%	43.0	43.0	43.0	4.8x										
<table border="1"> <thead> <tr> <th></th> <th>Media</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td></td> <td>6.8x</td> </tr> <tr> <td></td> <td>6.6x</td> </tr> <tr> <td></td> <td>9.7x</td> </tr> <tr> <td></td> <td>4.8x</td> </tr> </tbody> </table>										Media		6.8x		6.6x		9.7x		4.8x
	Media																	
	6.8x																	
	6.6x																	
	9.7x																	
	4.8x																	

Officine CST

Office CST – Transazioni Comparabili

Target country	Target business description	Acquirer name	Acq. country	%	Firm Value	Firm value 100%	Sales	Ebitda	Ebit	EV/ Sales	EV/ Ebitda	EV/ Ebit
SWE	Financial advisory firm	Mittel SpA	FIN	100%	50	50	11,9	4,8	3,5	4,2 x	10,4 x	14,3 x
SWE	Financial advisory firm	Twice SIM	FIN	100%	2,3	2	3	0,3	0,1	0,8 x	8,0 x	24,0 x
SWE	Business intelligence provider	AffectoGenimap Group	FIN	100%	12,4	12	7	3,0	1,3	1,8 x	4,1 x	9,5 x
UK	Research, advisory and consulting services in IT	Datamonitor Plc	UK	100%	55,4	55	26	2,4	2,2	2,1 x	23,1 x	25,2 x
FRA	Management consulting services	Alma Consulting Group	FRA	100%	n.a.	n.a.	12	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
UK	Management consulting firm	Detica Group Plc	UK	100%	48,4	48	35	2,4	2,0	1,4 x	20,2 x	24,2 x
UK	Debt advisory company	Accuma Group Plc	UK	100%	8,5	9	3	n.a.	n.a.	2,8 x	n.a.	n.a.
UK	Management Consulting	Catedonia Investments Plc	UK	100%	60,4	60	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
UK	Strategic media and telecoms consultancy firm	Value Partners	ITA	100%	109,5	110	16	n.a.	n.a.	6,8 x	n.a.	n.a.
SPA	Consulting group	Everis (DMR workers)	SPA	32%	84	260	231	34,0	21,0	1,1 x	7,7 x	12,4 x
FRA	Consulting firm	Leyton	FRA	100%	58	58	50	21,0	n.a.	1,2 x	2,8 x	n.a.
UK	Corporate Finance advisory firm	Collins Stewart	UK	100%	60	61	53	n.a.	5,1	1,1 x	n.a.	11,8 x
UK	Project management consultancy firm	White Young Green Plc	UK	100%	9	9	5	1,2	0,9	1,8 x	7,5 x	10,0 x
FRA	Financial advisory firm	EPF Partners	FRA	45%	6,48	14	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
NED	ICT, finance & project management consulting	DPA Holding NV	NED	100%	22,5	23	18	4,2	n.a.	1,3 x	5,4 x	n.a.
ITA	Consulting Group	Deloitte Consulting Spa	ITA	100%	n.a.	n.a.	15	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
UK	Working Capital management & advisory services	Answerthink Inc	US	100%	27,2	27	18	1,5	1,0	1,5 x	18,0 x	27,0 x
Average transactions										2,1 x	10,7 x	17,6 x
Median transactions										1,5 x	7,8 x	14,3 x
Min										0,8 x	2,8 x	9,5 x
Max										6,8 x	23,1 x	27,0 x

Fonte: Dati Societari, MergerMarket

Relazione della società di revisione sull'esame dei Prospetti Consolidati Pro-forma

Al Consiglio di Amministrazione della
Alerion Industries S.p.A.

1. Abbiamo esaminato i prospetti relativi alla situazione patrimoniale ed al conto economico consolidati pro-forma (i "Prospetti Consolidati Pro-forma") corredati delle note esplicative della Alerion Industries S.p.A. per il semestre chiuso al 30 giugno 2008.

Tali Prospetti Consolidati Pro-forma derivano dai dati storici relativi al bilancio consolidato semestrale abbreviato del Gruppo Alerion chiuso per il semestre chiuso al 30 giugno 2008, predisposto in conformità al principio contabile internazionale applicabile per l'informativa finanziaria infrannuale (IAS 34) adottato dall'Unione Europea, e dalle scritture di rettifica pro-forma ad esso applicate e da noi esaminate.

Il bilancio consolidato semestrale abbreviato del Gruppo Alerion per il semestre chiuso al 30 giugno 2008 è stato da noi assoggettato a revisione contabile limitata a seguito della quale è stata emessa la relazione datata 8 agosto 2008.

La revisione contabile limitata è consistita principalmente nella raccolta di informazioni sulle poste del bilancio consolidato e sull'omogeneità dei criteri di valutazione, tramite colloqui con la direzione della Società, e nello svolgimento di analisi di bilancio sui dati contenuti nel predetto bilancio. La revisione contabile limitata ha escluso procedure di revisione quali sondaggi di conformità e verifiche o procedure di validità delle attività e delle passività ed ha comportato un'estensione di lavoro significativamente inferiore a quella di una revisione contabile completa svolta secondo gli statuiti principi di revisione. Di conseguenza, non è stato espresso un giudizio professionale di revisione sul predetto bilancio consolidato semestrale abbreviato.

I Prospetti Consolidati Pro-forma sono stati redatti sulla base delle ipotesi descritte nelle note esplicative, per riflettere retroattivamente gli effetti dell'operazione di cessione del portafoglio delle partecipazioni "non energy" della Società e del conseguente aumento di capitale sociale deliberato con esclusione del diritto di opzione ai sensi dell'art. 2441, comma quarto, periodo secondo del codice civile.

2. I Prospetti Consolidati Pro-forma, corredati delle note esplicative, relativi al semestre chiuso al 30 giugno 2008 sono stati predisposti ai fini di quanto richiesto dall'articolo 71 del Regolamento Emittenti contenuto nella Delibera Consob n. 11971 del 14 maggio 1999 e successive modifiche ed integrazioni.

L'obiettivo della redazione dei Prospetti Consolidati Pro-forma è quello di rappresentare, secondo criteri di valutazione coerenti con i dati storici e conformi alla normativa di riferimento, gli effetti sull'andamento economico e sulla situazione patrimoniale del Gruppo Alerion delle operazioni summenzionate, come se esse fossero virtualmente avvenute il 30 giugno 2008 e, per quanto si riferisce ai soli effetti economici, all'inizio dell'esercizio 2008. Tuttavia, va rilevato che qualora l'operazione di cessione delle partecipazioni "non energy" e l'operazione di aumento del capitale sociale in oggetto fossero realmente avvenute alle date ipotizzate, non necessariamente si sarebbero ottenuti gli stessi risultati qui rappresentati.

La responsabilità della redazione dei Prospetti Consolidati Pro-forma compete agli amministratori della società Alerion Industries S.p.A.. E' nostra la responsabilità della formulazione di un giudizio professionale sulla ragionevolezza delle ipotesi adottate dagli Amministratori per la redazione dei Prospetti Consolidati Pro-forma e sulla correttezza della metodologia da essi utilizzata per l'elaborazione dei medesimi prospetti. Inoltre è nostra la responsabilità della formulazione di un giudizio professionale sulla correttezza dei criteri di valutazione e dei principi contabili utilizzati.

3. Il nostro esame è stato svolto secondo i criteri raccomandati dalla Consob nella comunicazione n. 1061609 del 09 agosto 2001 per la verifica dei dati pro-forma ed effettuando i controlli che abbiamo ritenuto necessari per le finalità dell'incarico conferitoci.
4. Dal lavoro svolto nulla è emerso che ci induca a ritenere che le ipotesi di base adottate da Alerion Industries S.p.A. per la redazione dei Prospetti Consolidati Pro-forma relativi al semestre chiuso al 30 giugno 2008, corredati delle note esplicative per riflettere l'operazione di cessione delle partecipazioni "non energy" e e del conseguente aumento di capitale sociale con esclusione del diritto di opzione non siano ragionevoli, che la metodologia utilizzata per l'elaborazione dei predetti prospetti non sia stata applicata correttamente per le finalità informative descritte in precedenza e, infine, che nella redazione dei medesimi prospetti siano stati utilizzati criteri di valutazione e principi contabili non corretti.

Milano, 16 dicembre 2008

Reconta Ernst & Young S.p.A.


Renato Macchi
(Socio)