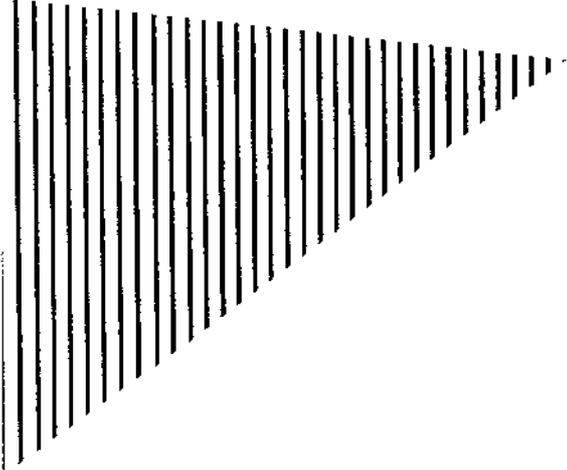


Allegato "E" all'atto
in data 30-11-2009
n. 60901/3205 rep.

Allegato "B" all'atto
in data 24-12-2009
n. 60158/3237 rep.



Ramo d'azienda di Mercantile Leasing S.p.A.
oggetto di conferimento in Alba S.p.A.

Relazione di stima ex art. 2343 ter, comma 2, lettera b) del
Codice Civile, alla data di riferimento del 30 settembre 2009



Spettabile
ALBA S.P.A.
Via Andegari, 4/A
20123 - Milano
Alla cortese attenzione del Professor Rocco Corigliano

e p.c.:

Spettabile
MERCANTILE LEASING S.P.A.
Piazza della Libertà, 13
50129 - Firenze
Alla cortese attenzione del Dottor Piero Faraoni

Spettabile
BANCA ITALEASE S.P.A.
Via Cino del Duca, 12
20122 - Milano
Alla cortese attenzione del Dottor Massimo Mazzega

Milano, 27 novembre 2009

Egregi Signori,

Ai sensi dell'art 2343-ter, comma 2, lettera b), del Codice Civile, abbiamo ricevuto l'incarico di stimare, alla data di riferimento del 30 settembre 2009, il valore corrente teorico (o "valore equo") dei rami d'azienda oggetto di conferimento da Banca Italease S.p.A. e da Mercantile Leasing S.p.A. ad Alba S.p.A..

L'operazione di conferimento in esame si colloca nell'ambito del più ampio progetto di riorganizzazione del Gruppo Banca Italease. La presente relazione si riferisce specificamente al ramo d'azienda conferito da Mercantile Leasing S.p.A. (il "Ramo ML").

Considerate le finalità del nostro incarico, la presente relazione non intende sostituirsi all'autonomo giudizio delle parti in merito agli aspetti legati alla realizzazione dell'operazione ed alle sue condizioni, né può costituire in alcun modo una raccomandazione a concludere o meno l'operazione stessa.

Il nostro lavoro si è basato sui presupposti ed è soggetto ai limiti indicati nella presente relazione. Di tali presupposti e limiti occorre tenere conto nella lettura e interpretazione delle analisi svolte e delle conclusioni raggiunte.

Le indicazioni di valore da noi fornite devono essere considerate come valori teorici di riferimento, da non confondere con il possibile prezzo di cessione/acquisizione del Ramo ML. I prezzi, in generale, sono infatti determinati anche sulla base di ulteriori elementi contingenti e soggettivi attinenti alle parti contraenti, che esulano dalle finalità dell'incarico ricevuto.

I risultati delle nostre analisi non potranno essere utilizzati per finalità diverse da quelle che hanno motivato l'incarico che ci è stato affidato, oppure essere visti in forma parziale, ovvero enucleati dalla presente relazione, il cui scopo è quello di fornire un'indicazione del possibile valore equo del Ramo ML, illustrando il processo di valutazione sviluppato ed i criteri adottati.

Sulla base di quanto precede, tenuto conto dei limiti e dei presupposti del nostro incarico e delle considerazioni esposte nella presente relazione, riteniamo che il valore corrente teorico del Ramo ML, alla data di riferimento del 30 settembre 2009, possa essere ragionevolmente quantificato in un intorno di:

10 migliaia di Euro.

Per la valutazione dei requisiti di professionalità di cui all'art. 2343 ter del Codice Civile, Vi confermiamo che Ernst & Young Financial-Business Advisors S.p.A. ed il sottoscritto, sono abilitati a svolgere tali attività e che hanno maturato una significativa e consolidata esperienza nello svolgimento di incarichi di natura similare a quello assegnato.

Per la valutazione dei requisiti di indipendenza di cui all'art. 2343 ter del Codice Civile, si attesta che:

- ◊ Ernst & Young Financial-Business Advisors S.p.A., nella persona del sottoscritto, non si trova in alcuna delle condizioni di cui all'art. 2382 del Codice Civile.
- ◊ Non intercorrono tra Ernst & Young Financial-Business Advisors S.p.A., nella persona del sottoscritto, e gli amministratori di Alba S.p.A. e Mercantile Leasing S.p.A. nonché con i rispettivi organi di controllo e di revisione contabile, rapporti di cui alla lett. b) dell'art. 2399 del Codice Civile.
- ◊ Non intercorrono tra Ernst & Young Financial-Business Advisors S.p.A., nella persona del sottoscritto, e le società Alba S.p.A. e Mercantile Leasing S.p.A. rapporti di cui alla lett. c) dell'art. 2399 del Codice Civile.
- ◊ Le uniche attività professionali affidate a Ernst & Young Financial-Business Advisors S.p.A. da Alba S.p.A. e Mercantile Leasing S.p.A. nell'ultimo anno riguardano la redazione della presente relazione.
- ◊ Nell'esecuzione del presente incarico, Ernst & Young Financial-Business Advisors S.p.A. non ha avuto alcun collegamento di natura gerarchica e/o funzionale con Reconta Ernst & Young S.p.A., società appartenente al Network Ernst & Young che svolge attività di revisione contabile per il Banco Popolare.

Rimaniamo a Vostra disposizione per qualsiasi ulteriore chiarimento e, con l'occasione, inviamo distinti saluti.

ERNST & YOUNG FINANCIAL-BUSINESS ADVISORS S.P.A.

TRANSACTION ADVISORY SERVICES

Francesco Pau
Francesco Pau

(Partner)





Indice

1. Premessa.....	5
1.1 Natura e finalità dell'incarico	5
1.2 Presupposti e limiti	5
1.3 Documentazione utilizzata.....	7
2. Descrizione sintetica dell'operazione.....	8
3. Descrizione del Ramo ML.....	10
3.1 Stato Patrimoniale.....	10
3.2 Rapporti giuridici	12
4. Proiezioni economiche e patrimoniali relative ai Rami conferiti	13
5. Approccio valutativo	16
5.1 Considerazioni generali	16
5.2 Considerazioni specifiche	16
5.3 I metodi valutativi	17
5.4 Determinazione del valore del Ramo ML.....	18
6. Sviluppo dei metodi valutativi.....	19
6.1 Metodo DDM	19
6.2 Metodo Reddittuale.....	21
7. Il valore del Ramo ML	24
8. Conclusioni	26

1. Premessa

1.1 Natura e finalità dell'incarico

Nell'ambito dell'operazione descritta nel successivo paragrafo 2, ai sensi dell'art. 2343-ter comma 2, lettera b), del Codice Civile, abbiamo ricevuto l'incarico di stimare, alla data di riferimento del 30 settembre 2009, il valore corrente teorico (o "valore equo") dei rami d'azienda oggetto di conferimento (congiuntamente i "Rami") da Banca Italease S.p.A. ("BI") e da Mercantile Leasing S.p.A. ("ML") ad Alba S.p.A. ("Alba").

La presente relazione si riferisce specificamente al ramo d'azienda conferito da ML (il "Ramo ML").

Il valore equo cui si fa riferimento deve essere considerato nell'accezione di valore generale del capitale economico, inteso come quel valore che, in normali condizioni di mercato, può essere considerato congruo per il capitale economico di un'azienda (o di un ramo d'azienda), valore che può essere negoziato fra un compratore e un venditore in condizioni di assoluta libertà di agire ed in possesso di un ragionevole grado di conoscenza delle condizioni e dei fatti rilevanti connessi all'oggetto dell'operazione di conferimento.

Il prezzo si differenzia dal valore generale, in considerazione delle prospettive e dell'utilità dell'operazione per ciascuna delle parti contraenti, di fattori contingenti attinenti al processo di incontro della domanda e dell'offerta, nonché in funzione delle motivazioni delle parti e della relativa forza negoziale. Tali aspetti esulano dall'incarico ricevuto.

I risultati delle nostre analisi non potranno essere utilizzati per finalità diverse da quelle che hanno motivato l'incarico che ci è stato affidato, oppure essere visti in forma parziale, ovvero enucleati dalla presente relazione, il cui scopo è quello di fornire un'indicazione del possibile valore equo del Ramo ML, illustrando i criteri di valutazione adottati.

1.2 Presupposti e limiti

Il nostro lavoro si è basato sui presupposti ed è soggetto ai limiti di seguito indicati:

- ◇ La data di riferimento della presente stima è il 30 settembre 2009.
- ◇ La configurazione del Ramo ML alla data di riferimento della valutazione, ed in particolare gli elementi attivi e passivi ed i rapporti giuridici che ne costituiscono il perimetro, è stata definita da ML.
- ◇ Eventuali variazioni nella composizione del perimetro del Ramo ML, che dovessero intervenire tra la data di riferimento della presente valutazione e la data di efficacia del conferimento, potrebbero influire, anche significativamente, sui risultati delle nostre analisi. Pertanto, la nostra valutazione non potrà essere utilizzata come riferimento qualora le attività, passività e altri elementi effettivamente conferiti dovessero differire significativamente da quelli identificati nella situazione di conferimento fornitaci da ML ai fini del nostro lavoro.
- ◇ Il lavoro da noi svolto si è basato su dati, informazioni e spiegazioni forniteci da BI, ML e Alba. Non abbiamo svolto alcuna verifica indipendente, o controlli di altro tipo, sui dati e sulle informazioni ottenute e, pertanto, non esprimiamo alcuna opinione o altra

forma di giudizio sulla loro accuratezza, correttezza o completezza. Tali dati, informazioni e spiegazioni rimangono di esclusiva pertinenza e responsabilità di BI, ML e Alba.

- ◇ La nostra analisi non ha riguardato l'individuazione o la quantificazione di eventuali passività potenziali (o di minori attività attese) relative al Ramo ML, all'infuori di quelle eventualmente portate a nostra conoscenza da parte di BI e ML.
- ◇ Non è stata effettuata alcuna verifica sull'osservanza della normativa di riferimento, nel presupposto che l'attività svolta dal Ramo ML sia in regola con la legislazione generale, fiscale e specifica di settore.
- ◇ Non è stata effettuata alcuna indagine circa i titoli relativi alle attività e passività costituenti le situazioni patrimoniali del Ramo ML, né circa l'eventuale esistenza di diritti o gravami su di esse. Parimenti non sono state fatte analisi e verifiche circa la trasferibilità dei rapporti e dei contratti facenti parte del perimetro del Ramo ML.
- ◇ La nostra stima è formulata sulla base degli elementi di previsione patrimoniali, economici e finanziari fornitici da Alba. Ai fini del nostro lavoro, abbiamo assunto che tali elementi di previsione siano stati predisposti in modo obiettivo e razionale, sulla base di assunzioni ragionevoli che riflettano le migliori stime ipotizzabili al momento.
- ◇ I risultati della nostra analisi, in quanto basati su dati di natura previsionale, dipendono pertanto dalle ipotesi e assunzioni adottate per la predisposizione dei dati prospettici fornitici.
- ◇ La nostra stima non tiene conto della possibilità del verificarsi di eventi di natura straordinaria e non prevedibile (nuove normative di settore, variazioni della normativa fiscale, catastrofi naturali, sociali e politiche, nazionalizzazioni, etc.).
- ◇ Considerate le finalità del nostro incarico, la presente relazione non intende sostituirsi all'autonomo giudizio delle parti in merito agli aspetti legati alla realizzazione dell'operazione ed alle sue condizioni, né può costituire in alcun modo una raccomandazione a concludere o meno l'operazione stessa.
- ◇ I contenuti della presente relazione non potranno essere utilizzati per finalità diverse da quelle che hanno motivato l'incarico che ci è stato affidato, oppure visti in forma parziale, ovvero enucleati dal presente documento.
- ◇ Le condizioni del nostro incarico non prevedono alcun aggiornamento dei risultati ottenuti rispetto alla data di consegna del presente rapporto.
- ◇ Abbiamo ottenuto da BI e Alba, per quanto di rispettiva competenza, l'usuale lettera di attestazione in relazione ai presupposti e limiti qui indicati, nonché la conferma che, alla data di consegna della presente relazione, non sono intervenuti fatti di rilievo che possano modificare significativamente le indicazioni di valore espresse nella presente relazione.
- ◇ Le tabelle e i valori inclusi nella presente relazione possono contenere arrotondamenti. Eventuali incongruenze e/o difformità tra i dati riportati in varie parti della relazione sono conseguenza di tali arrotondamenti.

1.3 Documentazione utilizzata

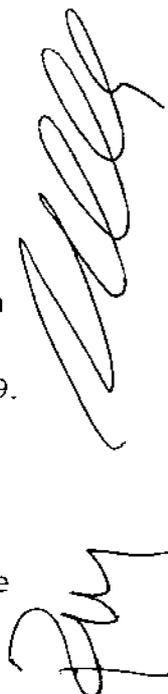
Il nostro incarico si è basato sulla seguente documentazione principale fornitaci da BI e ML:

- ◇ "Accordo Quadro", datato 15 marzo 2009, tra Banco Popolare ("BP"), Banca Popolare dell'Emilia Romagna ("BPER"), Banca Popolare di Sondrio ("BPS") e Banca Popolare di Milano ("BPM"), congiuntamente definite le "Banche Socie".
- ◇ Situazione patrimoniale di conferimento del Ramo ML alla data del 30 settembre 2009.
- ◇ Informazioni di dettaglio sulle voci attive e passive e sui rapporti giuridici costituenti il perimetro del Ramo ML alla data di riferimento del 30 settembre 2009.
- ◇ Informazioni statistiche e gestionali relative al portafoglio crediti conferito.
- ◇ Verbali dei Consigli di Amministrazione di ML del 3 novembre 2009 e del 12 novembre 2009.
- ◇ Comunicazioni effettuate dal Notaio, dottor Filippo Zabban, tramite BI in data 4 novembre 2009, 6 novembre 2009, 19 novembre 2009, 25 novembre 2009 e 26 novembre 2009 relativamente alla presenza nel perimetro di conferimento di immobili gravati da trascrizioni pregiudizievoli precedenti riferite al periodo antecedente il titolo di acquisto della conferente ML e allo stato attuale non risolte a tenore delle risultanze dei Registri Immobiliari, nonché gravati da trascrizioni pregiudizievoli successive riferibili al periodo di possesso della conferente ML.

La seguente ulteriore documentazione principale ci è stata fornita da Alba:

- ◇ Atto costitutivo di Alba.
- ◇ "Domanda di iscrizione 106 Banca d'Italia", presentata in data 18 settembre 2009.
- ◇ "Domanda di iscrizione nell'elenco speciale di cui all'articolo 107 del Decreto Legislativo 1° settembre 1993, n.385", presentata in data 18 settembre 2009.
- ◇ Piano 2010-2012 relativo ai Rami oggetto di conferimento, con dettaglio delle ipotesi e assunzioni sottostanti la sua predisposizione.
- ◇ Configurazione patrimoniale ed economica obiettivo dei Rami.
- ◇ Verbale del Consiglio di Amministrazione di Alba del 16 novembre 2009.

Il nostro lavoro si è basato inoltre su informazioni e spiegazioni forniteci verbalmente da BI, ML e Alba, nonché su informazioni pubblicamente disponibili ritenute utili ai fini dell'espletamento dell'incarico.



2. Descrizione sintetica dell'operazione

In data 15 marzo 2009, le Banche Socie hanno sottoscritto l'Accordo Quadro, il quale disciplina gli impegni delle stesse relativamente all'OPA, conclusasi il 15 luglio 2009, promossa da BP che ha portato lo stesso a detenere l'88,127% del capitale di BI. Attraverso l'Accordo Quadro, le Banche Socie si sono inoltre impegnate a dare esecuzione ad una serie di operazioni di riorganizzazione del Gruppo Banca Italease. L'attuazione dell'ampio programma di riorganizzazione ha previsto, fra l'altro, la costituzione di due nuove società:

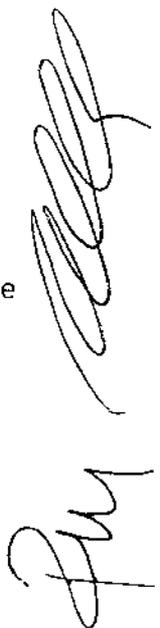
- ◇ NewCo Uno (Release), nella quale accentrare le attività relative ai crediti *non performing*.
- ◇ NewCo Due (Alba), nella quale accentrare le attività relative ai crediti *performing* afferenti il canale bancario.

Con particolare riferimento ad Alba, gli accordi fra le Banche Socie prevedono:

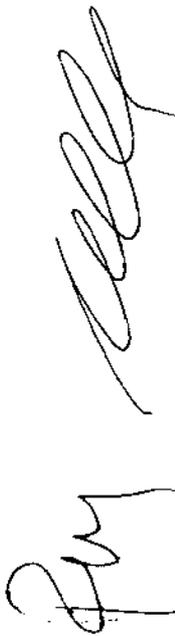
- ◇ L'apporto dell'insieme delle attività, passività ed i relativi rapporti giuridici (la cui componente attiva principale è rappresentata da crediti *performing* verso la clientela relativi a contratti di leasing, e relativi beni, e da mutui ipotecari, e relative garanzie), da realizzarsi mediante il conferimento di ramo d'azienda da BI ad Alba, a fronte del quale quest'ultima procederà ad un aumento di capitale non superiore a 7.000 Euro.
- ◇ L'apporto dell'insieme delle attività, passività ed i relativi rapporti giuridici (la cui componente attiva principale è rappresentata da crediti *performing* verso la clientela relativi a contratti di leasing, e relativi beni), da realizzarsi mediante il conferimento di ramo d'azienda da ML ad Alba, a fronte del quale quest'ultima procederà ad un aumento di capitale non superiore a 3.000 Euro.
- ◇ Il trasferimento ad Alba dei rischi e dei benefici del portafoglio crediti cartolarizzati generati dal canale bancario.
- ◇ L'aumento di capitale a pagamento, per l'ammontare necessario ad assicurare ad Alba un Total Capital Ratio pari al 7%, riservato nelle seguenti percentuali:
 - BPER: 36,44%;
 - BI: 32,79%;
 - BPS: 20,95%;
 - BPM: 9,83%.

Per quanto attiene ai conferimenti, l'Accordo Quadro prevede che, eventuali differenze fra la situazione patrimoniale di riferimento (al 30 settembre 2009) e la situazione definitiva di conferimento (alla data di efficacia), in funzione delle variazioni delle consistenze conseguenti all'ordinaria dinamica aziendale, siano oggetto di conguaglio che sarà regolato per cassa.

Con riferimento ai crediti oggetto di conferimento, l'Accordo Quadro prevede che, ai fini della redazione della situazione patrimoniale di riferimento dei Rami al 30 settembre 2009 e dell'applicazione degli eventuali successivi conguagli, BPER, BPS e BPM si impegnino a garantire, ciascuna *pro-quota* in ragione della partecipazione detenuta in Alba, l'incasso di tali crediti con riferimento all'eventuale porzione degli stessi che, per effetto di eventi,




fatti o circostanze occorse dopo il 31 marzo 2009 e prima del conferimento in Alba, dovesse richiedere, in applicazione ai corretti principi contabili, l'applicazione di una rettifica, svalutazione, passaggio a perdita, riclassificazione e/o accantonamento (la "Garanzia").



3. Descrizione del Ramo ML

3.1 Stato Patrimoniale

Lo stato patrimoniale del Ramo ML alla data di riferimento del 30 settembre 2009 risulta così composto:

<i>(mln di Euro)</i>	Ramo ML
Crediti Netti	95,0
Attività Materiali	0,2
Altre Attività	0,0
Totale Attivo	95,1

<i>(mln di Euro)</i>	Ramo ML
Debiti Verso Banche	94,9
Debiti Verso Clientela	0,0
Altre Passività	0,1
Trattamento di fine rapporto del Personale	0,1
Totale Passivo	95,1

Crediti

Trattasi di crediti che, come previsto dall'Accordo Quadro, risultavano *performing* alla data del 31 marzo 2009.

Al 30 settembre 2009, tale voce comprende crediti lordi, relativi a contratti di leasing, per un totale di 96,7 mln di Euro, originati tramite il "canale diretto" e il "canale agenti" di ML ed aventi domiciliazione presso le Banche Socie.

I crediti lordi includono 0,2 mln di Euro, relativi a contratti estinti i cui beni sono stati ritirati. Nell'esposizione dei crediti netti, tale importo è stato riclassificato tra le attività materiali.

Le rettifiche di valore sui crediti conferiti ammontano a 0,6 mln di Euro.

Lo stato patrimoniale di conferimento presenta inoltre una voce rettificativa dei crediti pari a 0,9 mln di Euro, che rappresenta altri conti non inclusi nel "database crediti conferibili".

Si riporta nel seguito la composizione dei crediti di leasing lordi per tipologia di prodotto:

<i>(mln di Euro)</i>	Credito lordo	Incidenza
Aeronavale e Ferroviario	38,4	40%
Auto	4,7	5%
Immobiliare	31,7	33%
Strumentale	22,0	23%
Totale	96,7	100%

Come di seguito rappresentato, la durata residua dei crediti di leasing lordi conferiti da ML si concentra per il 52% in un arco temporale compreso tra 1 e 5 anni.

<i>(mln di Euro)</i>	Credito lordo	Incidenza
da 1 a 5 anni	50,3	52%
da 6 a 10 anni	21,6	22%
da 11 a 15 anni	16,2	17%
superiore a 15 anni	8,6	9%
Totale	96,7	100%

Nel seguito si riporta la composizione dei crediti lordi per fascia di importo:

<i>(mln di Euro)</i>	Credito lordo	Incidenza
inferiori a 1 mln di Euro	51,4	53%
compresi tra 1 mln di Euro e 5 mln di Euro	26,7	28%
compresi tra 5 mln di Euro e 10 mln di Euro	18,5	19%
Totale	96,7	100%

Una sostanziale concentrazione riguarda l'area geografica dei prenditori dei crediti di leasing: il 58% dei crediti lordi si concentra infatti nelle regioni del nord dell'Italia. Nel seguito si riporta la composizione dei crediti lordi per area geografica:

<i>(mln di Euro)</i>	Credito lordo	Incidenza
Nord-Ovest	51,3	53%
Nord-Est	5,1	5%
Centro	24,3	25%
Sud	16,0	17%
Totale	96,7	100%

Si riporta nel seguito il dettaglio della qualità del credito, al 30 settembre 2009, del portafoglio leasing conferito da ML:

<i>(mln di Euro)</i>	Credito lordo	Incidenza
Crediti In Bonis	91,1	94%
Altre Inadempienze	4,3	4%
Incaglio	1,3	1%
Totale	96,7	100%

Attività materiali

La voce ammonta a complessivi 0,2 mln di Euro ed è costituita da beni ritirati a seguito dell'estinzione dei relativi contratti di leasing.

Debiti verso banche

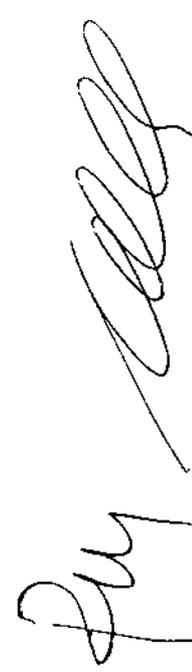
La voce ammonta a complessivi 94,9 mln di Euro e comprende il finanziamento interbancario del Ramo ML. Le controparti di tali debiti, per un importo pari a 81,1 mln di Euro, sono banche terze.

Debiti verso la clientela

La voce ammonta a complessivi 41 migliaia di Euro e si riferisce principalmente a debiti per fatture da ricevere.

Altre passività

La voce ammonta a complessivi 79 migliaia di Euro e si riferisce principalmente a debiti verso dipendenti.



Trattamenti di fine rapporto del personale

La voce ammonta a complessivi 96 migliaia di Euro e si riferisce al fondo TFR dei dipendenti afferenti il Ramo ML da conferire.

3.2 Rapporti giuridici

Rapporti di lavoro

Sono i contratti di lavoro in essere con i n. 10 dipendenti destinati al Commerciale.

Rapporti bancari

Si tratta dei rapporti bancari relativi ai crediti verso la clientela rientranti nelle attività, nonché di tutti i contratti in essere con la clientela relativi e/o collegati ai contratti di leasing conferiti.

Rapporti accessori

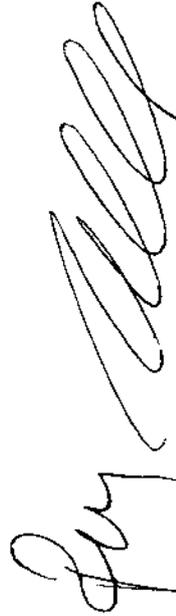
Ulteriori rapporti accessori, rispetto ai rapporti bancari, si riferiscono a tutti i rapporti di garanzia, anche con terzi, che assistono i contratti e i crediti, le assicurazioni relative al ramo d'azienda di cui alle polizze in essere.

Banche dati

Si riferiscono ai dati personali, di cui al D.Lgs 30 giugno 2003 n. 196, relativi alla clientela e ai dipendenti.

Altri rapporti

Si tratta dei contratti funzionali all'ordinaria operatività del Ramo ML (contratti di *outsourcing*, locazione uffici, utenze, etc.).



4. Proiezioni economiche e patrimoniali relative ai Rami conferiti

Alba ci ha fornito le proiezioni economiche e patrimoniali relative ai Rami oggetto di conferimento, per il periodo 2010-2012 (il "Piano").

Tale Piano deriva dalle proiezioni 2010-2012 di Alba, inviate a Banca d'Italia nell'ambito dell'iter autorizzativo, dal quale sono state enucleate le componenti non di competenza del perimetro oggetto di conferimento, tenendo conto dell'effettiva situazione patrimoniale di riferimento dei Rami al 30 settembre 2009.

In estrema sintesi, il Piano è stato elaborato sulla base delle seguenti linee guida strategiche:

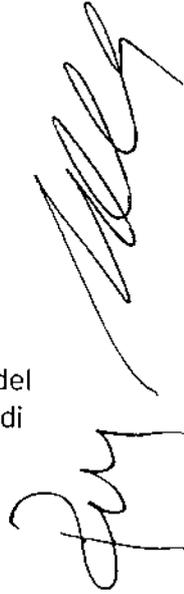
- ◊ Estesa ed efficace copertura commerciale su tutto il territorio nazionale, con maggior presenza nel Nord Italia.
- ◊ Massimizzazione dell'efficienza operativa.
- ◊ Elevato presidio del rischio del credito.

L'obiettivo è quello di divenire, nel medio-lungo termine, una *best practicing* in grado di competere con i principali operatori nazionali specializzati nel leasing.

Tale obiettivo richiede una crescita significativa, ottenuta principalmente grazie alla sostenuta spinta commerciale sul canale bancario (prevalentemente attraverso le banche socie distributrici), alla massimizzazione dell'efficienza dei processi operativi ed al presidio della qualità del credito erogato.

Le principali assunzioni sottostanti il Piano possono essere così sintetizzate:

- ◊ Crediti conferiti relativi a contratti di leasing e mutui: evoluzione sulla base dei relativi piani di ammortamento.
- ◊ Nuovo stipulato: 1,1 miliardi nel 2010, 1,3 miliardi nel 2011 e 1,5 miliardi nel 2012. Le Banche Socie sono previste contribuire in media al 92% del nuovo totale stipulato, mentre, alla parte restante, contribuiranno le banche terze convenzionate. Non sono previste nuove erogazioni di mutui.
- ◊ Durata media del nuovo stipulato: stimata pari a 15-20 anni per l'immobiliare, 5-6 anni per lo strumentale, 3-4 anni per l'auto, 5-6 anni per l'aeronavale e ferroviario.
- ◊ *Spread* lordi sul nuovo stipulato: stimati, per ciascun comparto, in linea con le attese del mercato.
- ◊ Costo del *funding*: stimato pari all'Euribor a 3 mesi con una maggiorazione di 50 *basis points*. Tale costo sottende una gestione attiva della tesoreria volta alla ottimizzazione del costo del finanziamento.
- ◊ Commissioni nette: stimate sulla base delle attese relative alle commissioni attive da leasing per operazioni di riscatto, di stipula nuovi contratti e commissioni ricorrenti, alle commissioni da *bancassurance* e da fideiussioni e alle commissioni passive verso



banche distributrici e per la gestione di eventuali contenziosi.

- ◇ Costo del personale: stimato in base al costo medio delle risorse, incrementato ogni anno del tasso di inflazione atteso.
- ◇ Altri costi operativi: stimati in base alle caratteristiche dei fornitori identificati, per quanto riguarda ad esempio *ICT* e *remarketing*, e in base a diversi *driver* di allocazione (*outstanding* medio, numero di risorse, numero contratti), per quanto riguarda spese di locazione, utenze, spese telefoniche, etc..
- ◇ Ammortamenti: stimati in relazione alle attività conferite e agli investimenti previsti, in particolare con riferimento alle licenze software e manutenzione dei sistemi operativi.
- ◇ Costo del rischio: stimato pari a *70 basis points* per il 2010, *60 basis points* per il 2011 e *50 basis points* per il 2012, in linea con le medie attese di mercato, tenuto conto dell'elevata qualità dei crediti conferiti e del presidio alla qualità sul nuovo stipulato.
- ◇ *Tax rate*: assunto in linea con le aliquote fiscali attualmente in vigore.
- ◇ Costi di riorganizzazione e razionalizzazione: sono stimati, per i primi due anni di Piano, costi volti alla realizzazione dei programmi di efficientamento della struttura operativa.

Il Piano 2010-2012 dei Rami può essere così sinteticamente rappresentato:

(mln di Euro)	2010	2011	2012
Totale margine interesse	29,3	38,0	45,5
Totale commissioni nette	5,4	5,6	5,9
MARGINE DI INTERMEDIAZIONE	34,7	43,6	51,5
Costi operativi	(36,6)	(34,2)	(32,5)
Costo del rischio	(23,1)	(24,9)	(25,2)
RISULTATO OPERATIVO LORDO	(25,0)	(15,5)	(6,2)
Componenti straordinarie	(2,4)	(2,0)	-
RISULTATO NETTO ANTE IMPOSTE	(27,4)	(17,5)	(6,2)
Imposte	6,1	2,6	(1,1)
RISULTATO NETTO	(21,3)	(14,9)	(7,2)
Volumi medi netti			
Crediti conferiti	2.263	2.006	1.760
Nuovo stipulato (inclusivo di fidejussioni)	526	1.593	2.682
TOTALE VOLUMI MEDI COMPLESSIVI	2.789	3.599	4.442

Come rappresentatoci da Alba, i volumi e la redditività conseguiti nell'arco di Piano non rappresentano il potenziale che potrà essere raggiunto a pieno regime, nel medio-lungo termine. I primi tre anni sono infatti caratterizzati da un periodo di *start-up*, durante il quale i volumi degli impieghi saranno inferiori ai volumi previsti a pieno regime (oltre il 2012) dato il progressivo incremento del nuovo stipulato.

Coerentemente con l'obiettivo strategico di diventare, nel medio-lungo termine, un esempio di *best practicing* nel mercato domestico in termini di efficienza operativa ed efficacia commerciale, Alba ha quindi elaborato, ai fini della presente stima, una configurazione economica e patrimoniale obiettivo ("Configurazione Obiettivo") in linea con la migliore prassi operativa osservabile sul mercato.

Tenuto conto delle previsioni di sviluppo del nuovo erogato e delle attività di efficientamento operativo e commerciale previste nel Piano, si stima che tale Configurazione Obiettivo possa essere ragionevolmente raggiunta nell'arco dei cinque esercizi successivi al periodo di Piano.

<i>(mln di Euro)</i>	Configurazione Obiettivo
MARGINE DI INTERMEDIAZIONE	161,9
Costi operativi	(44,5)
RISULTATO OPERATIVO	117,4
Costo del rischio	(37,8)
RISULTATO ANTE IMPOSTE	79,6
Imposte	(26,3)
RISULTATO NETTO	53,3
CREDITI MEDI NETTI	10.000



5. Approccio valutativo

5.1 Considerazioni generali

La dottrina e la prassi professionale hanno elaborato vari metodi di stima che si differenziano tra loro in quanto pongono l'enfasi su aspetti diversi dell'azienda (o del ramo d'azienda) da valutare. Essi, inoltre, presentano aspetti peculiari nella loro applicazione pratica, derivanti dalla corretta identificazione delle variabili essenziali delle formule sottostanti.

A titolo generale, si fa riferimento a metodi analitici di tipo patrimoniale (semplici e complessi), misti patrimoniali-reddituali, reddituali puri, finanziari e a metodi empirici (multipli di mercato).

La migliore dottrina e la prassi professionale assumono che, nella valutazione del capitale economico di un'azienda (o di un ramo d'azienda), non esista una metodologia preferibile in assoluto. Il criterio di valutazione deve infatti essere opportunamente scelto in funzione della natura e delle caratteristiche dell'oggetto della valutazione, nonché delle finalità della valutazione stessa, tenuto conto della documentazione e delle informazioni disponibili.

5.2 Considerazioni specifiche

La scelta dell'approccio valutativo da adottare nella fattispecie in esame si è basata sulle seguenti considerazioni di sintesi.

- ◊ Oggetto del nostro incarico è la stima del valore equo dei Rami, ai sensi dell'art. 2343 ter, comma 2, lettera b) del Codice civile. Lo scopo che la richiamata disposizione di legge intende perseguire è evitare che, attraverso una sopravvalutazione dei Rami conferiti, il patrimonio della società conferitaria risulti artificialmente incrementato. Come indicato dalla più autorevole dottrina e dalla migliore prassi professionale, le valutazioni ai fini di conferimento devono pertanto essere ispirate ad un generale principio di prudenza. A tale principio ci siamo attenuti nei vari passaggi della nostra analisi valutativa.
- ◊ I Rami sono costituiti da un insieme di attivi, passivi e rapporti giuridici, organizzati attraverso una struttura operativa ed un definito modello di *business*, per l'esercizio dell'attività di impresa. In termini generali, il loro valore risiede pertanto negli elementi patrimoniali oggetto di conferimento, nonché nella capacità di sviluppare la propria attività e generare in futuro risultati economici positivi.
- ◊ Ai fini del nostro lavoro, ci sono state fornite le proiezioni economiche e patrimoniali, per il periodo 2010-2012 relative ai Rami oggetto di conferimento. Tali proiezioni, tengono conto dell'ammortamento del portafoglio crediti conferito e delle ipotesi di sviluppo della nuova produzione.
- ◊ Il triennio di Piano rappresenta un periodo di sostanziale *start-up*, durante il quale verranno poste in essere le azioni organizzative e commerciali alla base del successivo sviluppo dell'attività nel medio e lungo termine. Il triennio di Piano non rappresenta pertanto il potenziale che potrà essere raggiunto dai Rami nel futuro, grazie al progressivo incremento del nuovo stipulato e all'efficientamento della gestione.

F. M. M.

M. M.

- ◊ Coerentemente con l'obiettivo strategico di diventare, nel medio-lungo termine, un esempio di *best practicing* nel mercato domestico, in termini di efficienza operativa ed efficacia commerciale, Alba ha elaborato una configurazione economica e patrimoniale *target*, riferita ai Rami oggetto di conferimento, cui tendere nell'arco dei cinque esercizi successivi al periodo di Piano.
- ◊ Ai fini delle nostre analisi valutative, disponiamo pertanto di proiezioni lungo un orizzonte temporale sufficiente al raggiungimento di una configurazione che rappresenti compiutamente l'effettiva capacità dei Rami di generare risultati economici positivi.
- ◊ I Rami oggetto di conferimento sono contabilmente pareggiati, ossia presentano attivi di importo corrispondente ai passivi trasferiti. La natura dell'attività svolta, tuttavia, richiede una dotazione patrimoniale minima, in funzione dei volumi di attività e dei relativi rischi, coerentemente con le prescrizioni dell'Autorità di Vigilanza. Di tale circostanza occorre tenere conto nelle considerazioni valutative.
- ◊ Tenuto conto degli elementi caratteristici dei Rami e delle specificità della complessiva operazione di conferimento in esame, a fini valutativi i Rami stessi risultano limitatamente comparabili con realtà quotate o oggetto di recenti transazioni sul mercato.

5.3 I metodi valutativi

- ◊ Alla luce delle considerazioni sopra esposte, abbiamo ritenuto opportuno sviluppare la valutazione attraverso l'applicazione del metodo Dividend Discount Model ("DDM"). Tale metodologia valutativa:
 - Presenta consolidate basi dottrinali;
 - E' comunemente adottata nella prassi professionale nel settore di riferimento;
 - Tiene conto, nel contempo, sia della capacità reddituale, sia degli assorbimenti di capitale connessi all'attività svolta;
 - Consente di introdurre, nei suoi passaggi applicativi e nella definizione dei parametri di base, opportune considerazioni di prudenza.
- ◊ Al fine di sottoporre a verifica sostanziale i risultati ottenuti attraverso l'applicazione del metodo DDM, abbiamo inoltre sviluppato il metodo Reddittuale. Tale metodologia valutativa:
 - Risulta anch'essa dotata di consolidate basi dottrinali e applicative;
 - Fonda il valore sui risultati economici prospettici;
 - E' stata applicata riducendo i risultati economici attesi, al fine di tenere conto della remunerazione (costo opportunità) del capitale di vigilanza necessario all'operatività dei Rami;
 - Coerentemente con le finalità di supporto del metodo in esame, lo stesso è stato prudenzialmente sviluppato assumendo il raggiungimento della configurazione obiettivo dei Rami su un orizzonte temporale più esteso rispetto a quello previsto nelle proiezioni forniteci. Ciò al fine di tenere conto degli elementi di incertezza sottostanti il raggiungimento degli obiettivi previsti.

- ◊ Infine, le specificità dei Rami oggetto di valutazione e dell'operazione di conferimento in esame, unitamente alle finalità della valutazione, ci hanno fatto ritenere non applicabili al caso di specie metodologie empiriche, basate sui multipli di società quotate ovvero multipli rilevabili in occasione di recenti transazioni di mercato.

5.4 Determinazione del valore del Ramo ML

- ◊ Tenuto conto delle informazioni rese disponibili ai fini del nostro incarico, ed in particolare della circostanza che i dati previsionali (Piano 2010-2012 e Configurazione Obiettivo) si riferiscono ai Rami congiuntamente considerati, i metodi valutativi sono stati sviluppati con riferimento al complessivo compendio oggetto di conferimento in Alba.
- ◊ Al fine di pervenire ad una stima del valore equo del solo Ramo ML, oggetto della presente relazione, il valore complessivo ottenuto è stato suddiviso fra i due Rami sulla base della contribuzione di ciascuno di essi.
- ◊ Infine, alla luce dei risultati ottenuti, e considerate le finalità della presente stima, abbiamo ritenuto opportuno verificare il valore contabile del portafoglio crediti del Ramo ML sulla base del relativo profilo di ammortamento, delle assunzioni forniteci in merito al costo del rischio e dei tassi correnti di mercato.

Di seguito si presenta nel dettaglio lo sviluppo dell'approccio valutativo descritto.

6. Sviluppo dei metodi valutativi

6.1 Metodo DDM

Formulazione

Il metodo DDM determina il valore di un'azienda (o di un ramo d'azienda) in funzione del flusso di dividendi che si stima essa sia in grado di generare in chiave prospettica. Nella fattispecie, il metodo utilizzato è il DDM nella variante "Excess Capital", comunemente adottata nella prassi valutativa per il settore finanziario, in base al quale il valore economico è pari alla sommatoria dei seguenti elementi:

- Valore attuale dei flussi di cassa futuri generati nell'arco di un determinato orizzonte temporale di pianificazione esplicita e distribuibili agli azionisti, mantenendo un livello di patrimonializzazione coerente con le istruzioni dettate in materia dall'Autorità di Vigilanza e compatibile con la natura e l'evoluzione attesa delle attività;
- Valore attuale di una rendita perpetua definita sulla base di un dividendo sostenibile per gli esercizi successivi al periodo di pianificazione esplicita.

La formula su cui si basa la metodologia DDM è la seguente:

$$W = \sum_{t=1}^n \frac{D_t}{(1+ke)^t} + \frac{TV}{(1+ke)^n}$$

dove:

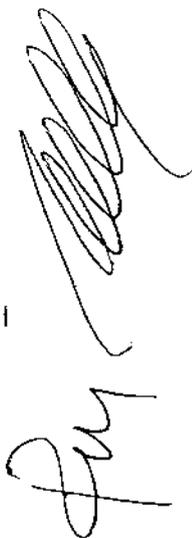
- W = valore del capitale economico;
- ke = costo del capitale proprio;
- D_t = dividendo potenzialmente distribuibile nel periodo t di pianificazione esplicita;
- n = periodo esplicito di pianificazione (espresso in numero di anni);
- TV = valore residuo o Terminal Value, assunto come valore attuale della rendita perpetua del dividendo sostenibile per gli esercizi successivi al periodo di pianificazione esplicita.

Definizione delle grandezze di riferimento e dei parametri

a) Flussi di cassa per il periodo di pianificazione esplicita

I flussi di cassa sono stati estrapolati dai dati previsionali forniti. In particolare sono stati considerati:

- ◊ Il Piano 2010-2012.
- ◊ La Configurazione Obiettivo. Come precedentemente descritto, tale configurazione rappresenta l'obiettivo atteso da raggiungere nell'arco dei cinque esercizi successivi al



periodo di Piano. Prudenzialmente, ai fini della presente stima, abbiamo assunto che tale obiettivo venga raggiunto al quinto anno successivo al Piano, ossia al 2017, secondo un profilo di convergenza lineare.

I Rami, per operare, necessitano di un capitale di vigilanza che non è oggetto di conferimento. Il livello minimo di patrimonializzazione richiesto dall'Autorità di Vigilanza per l'attività svolta dai Rami è pari al 6% degli attivi ponderati per rischio ("RWA"). Prudenzialmente, a fini valutativi abbiamo assunto un *total capital ratio* del 7%.

b) *Costo del capitale proprio*

Il costo del capitale proprio è stato determinato adottando il Capital Asset Pricing Model ("CAPM"), secondo la seguente formula:

$$k_e = R_f + \beta \times (R_m - R_f)$$

dove:

R_f = tasso di rendimento delle attività prive di rischio. E' stato considerato nella misura del 4,15%, pari al rendimento dei titoli di stato italiani con scadenza residua a 10 anni, rilevato al 20 novembre 2009.

β = fattore di correlazione tra il rendimento effettivo di un titolo azionario ed il rendimento complessivo del mercato di riferimento (misurando la volatilità del titolo rispetto al portafoglio di mercato). Il coefficiente beta indica la rischiosità di uno specifico titolo azionario rispetto al mercato azionario nel suo complesso. Ai fini della stima di tale parametro, abbiamo rilevato, alla data del 20 novembre 2009 (beta *adjusted* a 2 anni con rilevazione settimanale):

- Il coefficiente beta medio di un campione di società europee quotate operanti nel settore del leasing, risultato pari a 0,68;
- Il coefficiente beta medio delle banche commerciali italiane quotate, risultato pari a 0,85.

Considerate le finalità della nostra stima e le caratteristiche specifiche dei Rami, abbiamo ritenuto opportuno approssimare il coefficiente beta da applicare a fini valutativi con il coefficiente medio relativo alle banche italiane, quantificando pertanto il parametro in esame nella misura dello 0,85.

$R_m - R_f$ = premio al rischio di mercato, ovvero rendimento differenziale, richiesto dagli investitori per un investimento in titoli azionari rispetto ad un investimento privo di rischio. Ai fini della stima di tale parametro abbiamo considerato:

- L'orientamento prevalente della prassi valutativa sul mercato italiano, che colloca il premio per il rischio mediamente fra il 4% e il 6%;
- Il premio mediamente adottato dagli analisti finanziari nella valutazione

delle società quotate italiane appartenenti all'indice FTSE MIB (indice rispetto al quale è stato rilevato il coefficiente beta sopra descritto). L'analisi dei *report* degli analisti, emessi nel corso del 2009, ha evidenziato un premio medio pari al 5%.

Alla luce delle analisi svolte, abbiamo ritenuto opportuno adottare un premio per il rischio di mercato quantificato nella misura del 5%.

Sulla base della formulazione del CAPM e dei parametri sopra descritti, il costo del capitale è risultato pari all'8,4%.

Prudenzialmente, abbiamo ritenuto opportuno considerare una maggiorazione del costo del capitale, pari all'1%, a titolo di fattore di rischio specifico, in relazione al profilo di incertezza relativo al raggiungimento degli obiettivi economico patrimoniali stimati, come rappresentati nei dati previsionali forniti.

Il costo del capitale adottato a fini valutativi è stato pertanto quantificato nella misura del 9,4%.

c) *Determinazione del valore residuo*

La formula per la determinazione del valore residuo, comunemente utilizzata nella prassi valutativa, è così rappresentabile:

$$TV = \frac{D_{n+1}}{ke - g}$$

dove:

D_{n+1} = dividendo sostenibile oltre il periodo di pianificazione esplicita.

g = tasso di crescita atteso di lungo periodo.

Il tasso di crescita di lungo periodo, oltre l'orizzonte di pianificazione esplicita, è stato considerato prudenzialmente pari a zero, al fine di tenere conto, anche attraverso tale parametro valutativo, del profilo di incertezza sottostante i dati previsionali.

Sintesi dei risultati

Il metodo DDM, sviluppato secondo l'approccio e sulla base degli elementi sopra descritti, ci ha consentito di stimare il valore corrente teorico dei Rami in un intorno di 300 migliaia di Euro.

6.2 Metodo Reddituale

Formulazione

Il metodo Reddituale determina il valore del capitale economico di un'azienda (o di un ramo d'azienda) come valore attuale dei futuri risultati netti attesi per il periodo di pianificazione esplicita e della rendita perpetua del reddito sostenibile negli esercizi successivi al periodo di pianificazione esplicita.

In sintesi, la formula su cui si basa la metodologia reddituale adottata è la seguente:

$$W = \sum_{t=1}^n \frac{R_t}{(1+ke)^t} + \frac{TV}{(1+ke)^n}$$

dove:

- W = valore del capitale economico.
- R_t = reddito netto rettificato, atteso nel periodo t di pianificazione esplicita.
- n = periodo esplicito di pianificazione.
- ke = costo del capitale proprio.

Definizione delle grandezze di riferimento e dei parametri

a) Risultati netti attesi per il periodo di pianificazione

I risultati netti attesi sono stati determinati sulla base dei dati previsionali forniti.

Tenuto conto delle finalità del metodo in esame, ossia sottoporre a verifica sostanziale le risultanze del metodo DDM sopra descritto, abbiamo prudenzialmente assunto che la Configurazione Obiettivo venga raggiunta su un orizzonte complessivo di dieci anni (2010-2019).

I redditi netti attesi così definiti sono stati inoltre ridotti per tenere conto della remunerazione del capitale minimo di vigilanza necessario per l'operatività dei Rami. Come detto, infatti, i Rami per operare necessitano di un capitale di vigilanza che non è oggetto di conferimento. In particolare:

- ◊ Il capitale di vigilanza è stato prudenzialmente assunto pari al 7% degli RWA.
- ◊ Il costo opportunità è stato calcolato sulla base del differenziale fra il costo dei mezzi propri e il rendimento che i mezzi propri potrebbero avere sul mercato finanziario se investiti in attività prive di rischio che non generano assorbimento di capitale regolamentare.

b) Costo del capitale proprio

Analogamente a quanto fatto per il metodo del DDM, il costo del capitale proprio è stato prudenzialmente assunto pari al 9,4%.

c) Determinazione del valore residuo o Terminal Value

La formula per il calcolo del Terminal Value, comunemente utilizzata nella prassi valutativa, è così rappresentabile:

$$TV = \frac{R_{n+1}}{ke - g}$$

dove:

- R_{n+1} = reddito netto atteso oltre il periodo di pianificazione esplicita;
- ke = costo del capitale;



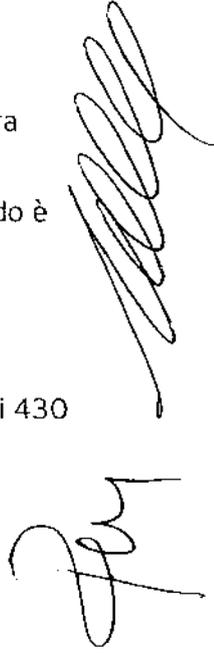

g = tasso di crescita atteso di lungo periodo.

Anche ai fini del calcolo del Terminal Value, il reddito netto atteso oltre il periodo di pianificazione esplicita è stato definito tenendo conto del costo opportunità come sopra descritto.

Analogamente a quanto fatto per il metodo del DDM, il tasso di crescita di lungo periodo è stato prudenzialmente assunto pari a zero.

Sintesi dei risultati

Il metodo Reddituale, sviluppato secondo l'approccio e sulla base degli elementi sopra descritti, ci ha consentito di stimare il valore corrente teorico dei Rami in un intorno di 430 migliaia di Euro.



7. Il valore del Ramo ML

I metodi di valutazione sviluppati hanno condotto ai seguenti risultati:

(mln di Euro)	Valore corrente teorico
METODO DDM	0,299
METODO REDDITUALE	0,430

I risultati del metodo Reddituale supportano nella sostanza le risultanze del metodo DDM.

I valori sopra indicati si riferiscono all'intero compendio oggetto di conferimento, ossia al Ramo BI e al Ramo ML congiuntamente considerati.

Al fine di determinare il valore del solo Ramo ML oggetto della presente relazione, il valore complessivo è stato allocato ai due Rami sulla base della contribuzione di ciascuno di essi.

In particolare, abbiamo tenuto conto dei seguenti elementi:

- ◊ Il portafoglio crediti del Ramo ML rappresenta il 4% del portafoglio crediti complessivo conferito con i Rami.
- ◊ Le risorse afferenti al Ramo ML rappresentano il 3% del totale risorse trasferite con i Rami.
- ◊ Coerentemente con le assunzioni del Piano e tenuto conto della Garanzia, il costo del rischio e la capacità di sviluppare in futuro l'attività sono da considerarsi equivalenti per i due Rami, in proporzione ai volumi conferiti.

Alla luce di tali considerazioni, abbiamo stimato il contributo del Ramo ML al valore complessivo dei Rami indicativamente nella misura del 4%.

Pertanto, il valore del Ramo ML, secondo l'approccio e lo sviluppo valutativo descritti, risulta collocabile in un intorno di 10 migliaia di Euro.

Ai fini della presente stima, sulla base delle informazioni forniteci e delle analisi svolte, non risulta apprezzabile una significativa componente di valore a titolo di avviamento in capo al Ramo ML in oggetto.

Le perdite della prima fase di *start-up* e gli assorbimenti di capitale necessari per supportare il progressivo sviluppo dei volumi di attività, verranno infatti recuperati, in termini di redditività futura, solo nel medio-lungo termine, una volta raggiunta una configurazione patrimoniale ed economica sostenibile.

Alla luce dei risultati ottenuti e degli elementi di considerazione sopra descritti, tenuto conto che il Ramo ML presenta masse pareggiate, con uno sbilancio patrimoniale, alla data di riferimento della valutazione, pari a zero, abbiamo ritenuto opportuno procedere ad una verifica del valore contabile del portafoglio crediti conferito che rappresenta il principale asset apportato.

In particolare, ai fini di tale verifica:

- ◊ Abbiamo tenuto conto della qualità del portafoglio così come risultante dalla situazione di riferimento al 30 settembre 2009 (il 94% è rappresentato da crediti *performing*).

- ◇ Abbiamo tenuto conto della presenza della Garanzia a valere sul conferimento in esame (descritta al precedente paragrafo 2).
- ◇ Abbiamo analizzato il profilo di ammortamento del portafoglio crediti in essere al 30 settembre 2009, fornitoci dal controllo di gestione di ML.
- ◇ Abbiamo calcolato il valore attuale, alla data di riferimento della valutazione, dei flussi attesi derivanti dal profilo di ammortamento del portafoglio crediti, tenuto conto del costo del rischio assunto in sede di predisposizione dei dati previsionali e dei tassi di mercato attualmente osservabili (curva Euribor).

I risultati ottenuti da tale analisi supportano i valori contabili dei crediti conferiti, come risultanti dalla situazione patrimoniale di riferimento, fornendo un ulteriore conforto, in ottica prudenziale, sui valori ottenuti attraverso l'applicazione del processo valutativo descritto.

Il valore attuale dei crediti conferiti afferenti al Ramo ML, determinato come sopra descritto, rappresenta il 4% del valore attuale del totale dei crediti conferiti, confermando così nella sostanza la contribuzione al valore complessivo sopra considerata.



8. Conclusioni

Alla luce delle analisi svolte e di quanto descritto nella presente relazione, tenuto conto delle finalità, dei presupposti e limiti del nostro incarico descritti al paragrafo 1, riteniamo che il valore economico del Ramo ML, alla data di riferimento del 30 settembre 2009, possa essere ragionevolmente stimato in un intorno di **10 migliaia di Euro**, "valore equo", determinato sulla base di principi e criteri generalmente riconosciuti per la valutazione di aziende o rami d'azienda, così come previsto dall'art. 2343 ter del Codice Civile.

Francesco Pan

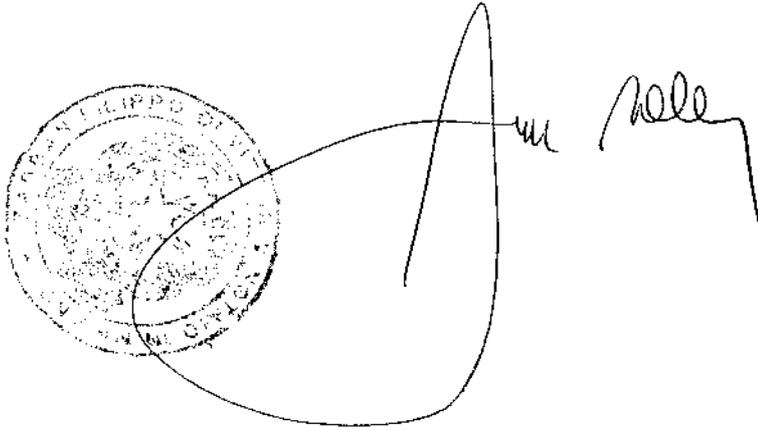
Fu Capitan

[Handwritten signature]

Fu c'isun
u alle



Copia conforme all'allegato "E" dell'atto in data 30
Novembre 2009, N. 60001/9205 di mio Repertorio, Regi-
strato Agenzie delle Entrate Ufficio di Milano 6, il 14
Dicembre 2009 N. 29201, Serie 1T, con Euro 168,00.
Milano, 23 Dicembre 2009



A circular stamp from the Ufficio di Milano 6, Agenzie delle Entrate, is partially obscured by a large, loopy handwritten scribble. To the right of the scribble, the name "M. Nello" is written in a cursive hand.

SPAZIO ANNULLATO