

Repertorio n. 49042

Raccolta n. 16940 --

----- VERBALE DI ASSEMBLEA STRAORDINARIA -----

----- REPUBBLICA ITALIANA -----

Il ventisette marzo duemilaquindici, alle ore 11,00 -----

----- 27/3/2015 -----

In Lissone, via Zanella n. 21. -----

Davanti a me Arrigo Roveda, notaio con sede in Milano, Collegio Notarile di Milano, -----

----- è presente il signor: -----

ALBERTO GIUSSANI, nato a Varese (VA) il 23 agosto 1946, domiciliato per la carica a Lissone (MB), via Giacomo Zanella n. 21, quale Presidente del Consiglio di Amministrazione della -----

----- "**EI TOWERS S.p.A.**" -----

ovvero in forma abbreviata "**EIT S.p.A.**", (società soggetta all'attività di direzione e coordinamento di "Mediaset S.p.a."), con sede in Lissone (MB), via Giacomo Zanella n. 21, col capitale sociale di euro 2.826.237,70 sottoscritto e versato, numero di iscrizione al Registro delle Imprese di Monza e Brianza e codice fiscale 12916980159 - Partita Iva 01055010969, società di nazionalità italiana, -----

della cui identità personale sono certo, il quale assunta la presidenza, a' sensi di statuto sociale, dell'assemblea della società convocata per oggi, in questo luogo ed alle ore 11, chiede a me notaio di redigere il verbale. -----

Il Presidente innanzitutto comunica che: -----

- per il Consiglio di Amministrazione, oltre ad esso Presidente, sono presenti i consiglieri, signori: -----

- Guido Barbieri, Amministratore Delegato, -----

- Valter Gottardi, Amministratore Delegato, -----

- Michele Pirotta, -----

- Manlio Cruciatti, -----

- Piercarlo Invernizzi, -----

mentre ha giustificato la sua assenza il consigliere Richard Hurowitz; -----

- per il collegio sindacale sono presenti i sindaci effettivi, signori: -----

- Antonio Aristide Mastrangelo, Presidente del collegio sindacale; -----

- Francesco Vittadini, -----

- Anna Girello; -----

- l'assemblea si svolge nel rispetto della normativa vigente, dello statuto sociale e del regolamento assembleare. -----

Il Presidente ricorda che la presente assemblea é stata regolarmente convocata a norma di legge e di statuto, con avviso pubblicato in data 25 febbraio 2015 sul sito internet della società, sul sito internet di Borsa Italiana S.p.a. e sul meccanismo di stoccaggio autorizzato IINFO, all'indirizzo WWW.IINFO.IT, nonchè, per estratto, sul quotidiano "Il Sole 24Ore" con il seguente --

----- ORDINE DEL GIORNO -----

1. Proposta di aumento di capitale sociale a pagamento, con esclusione del diritto di opzione, ai sensi dell'art. 2441, comma 4, primo periodo, cod. civ., da liberarsi mediante conferimento in natura. Conseguente modifica dell'art. 5 dello statuto sociale. Deliberazioni inerenti e conseguenti. -----

Il Presidente comunica: -----

- che non sono state presentate da parte degli aventi diritto richieste di integrazione dell'ordine del giorno dell'assemblea, né proposte di deliberazione

Registrato a Milano 6
27.3.2015
al n. 9919
€ 356,00



su materie già all'ordine del giorno, ai sensi e nei termini di cui all'art. 126-bis del Testo Unico della Finanza; -----

- che le comunicazioni degli intermediari ai fini dell'intervento alla presente assemblea dei soggetti legittimati, sono state effettuate all'emittente con le modalità e nei termini di cui alle vigenti disposizioni di legge; -----
- che essendo intervenuti all'apertura dell'assemblea in proprio o per delega n. 222 legittimati al voto, rappresentanti n. 22.594.953 azioni ordinarie pari al 79,95% delle n. 28.262.377 azioni costituenti il capitale sociale dichiara che l'assemblea é validamente costituita in unica convocazione a termine di legge e di statuto e può deliberare sugli argomenti all'ordine del giorno. -----

Comunica che, ai sensi dell'art. 10 dello statuto sociale e dell'articolo 3 del regolamento assembleare, nonché ai sensi delle vigenti disposizioni in materia, é stata accertata la legittimazione dei presenti per l'intervento e il diritto di voto in assemblea ed in particolare é stata verificata la rispondenza alle vigenti norme di legge e di statuto delle deleghe portate dagli intervenuti. ---

Informa che le deleghe sono a disposizione e potranno essere visionate dopo la chiusura dei lavori assembleari, terminato il lavoro di riscontro del personale incaricato, presso il banco di registrazione degli intervenuti. -----

Il Presidente precisa, inoltre: -----

- che non risulta sia stata promossa, in relazione all'odierna assemblea, alcuna sollecitazione di deleghe di voto ai sensi dell'articolo 136 e seguenti del Testo Unico della Finanza; -----
- che nel corso dell'assemblea, prima di ciascuna votazione, verranno comunicati i dati aggiornati sulle presenze; -----
- che nessuno degli aventi diritto ha fatto pervenire domande sulle materie all'ordine del giorno prima dell'assemblea ai sensi dell'articolo 127-ter del Testo Unico della Finanza. -----

Il Presidente: -----

- informa che, ai sensi del Decreto Legislativo n. 196/2003 (codice in materia di protezione dei dati personali), i dati dei partecipanti all'assemblea vengono raccolti e trattati dalla società esclusivamente ai fini dell'esecuzione degli adempimenti assembleari e societari obbligatori. -----

La registrazione audio dell'assemblea viene effettuata al solo fine di agevolare la verbalizzazione della riunione e di documentare quanto trascritto nel verbale, come specificato nell'informativa ex art. 13 del citato Decreto Legislativo affissa nei locali dell'assemblea, detta registrazione non sarà oggetto di comunicazione o diffusione ed i relativi supporti, verranno conservati, unitamente ai documenti prodotti durante l'assemblea, dalla società; -----

- ricorda che ai sensi dell'art. 4 del regolamento assembleare, nei locali ove si svolge l'assemblea non possono essere utilizzati strumenti di registrazione di qualsiasi genere, apparecchi fotografici, telecamere e congegni simili senza sua specifica autorizzazione ed é altresì vietato l'uso di apparecchi telefonici e di telefoni cellulari; -----
- comunica che per far fronte alle esigenze tecniche ed organizzative dei lavori sono stati ammessi all'assemblea, ai sensi dell'articolo 2 del regolamento assembleare, alcuni dipendenti, collaboratori o consulenti della società e delle società del Gruppo, tra i quali il Segretario del Consiglio di Amministrazione, signor Alessandro Serio, che lo assisterà nel corso della riunione assembleare; -----

E' stato, inoltre, consentito di assistere all'assemblea ad esperti, analisti fi-

nanziari, giornalisti accreditati e ai rappresentanti della società di revisione.
Il Presidente dichiara, inoltre, che: -----

- il capitale sociale sottoscritto e versato alla data odierna è di euro 2.826.237,70 (duemilioniottocentoventiseimiladuecentotrentasette virgola settanta), suddiviso in n. 28.262.377 (ventottomilioniduecentosessantadue-milatrecentosettantasette) azioni ordinarie del valore nominale di 10 (dieci) centesimi di euro cadauna; -----

- le azioni della società sono ammesse alle negoziazioni presso il mercato telematico azionario organizzato e gestito da Borsa Italiana S.p.A. segmento Star; -----

- la società, alla data odierna, detiene n. 62.526 (sessantaduemilacinquecentoventisei) azioni proprie, di cui n. 6.000 azioni proprie, pari allo 0,22% del capitale sociale, sono concesse in prestito a Mediobanca - Banca di Credito Finanziario S.p.A. per lo svolgimento dell'attività di specialista ai sensi dell'art. 2.2.3, comma 4 del regolamento dei mercati organizzati e gestiti da Borsa Italiana nonché delle relative istruzioni al regolamento; -----

- la società si qualifica come PMI ai sensi dell'art. 1, comma w-quater.1 del Testo Unico della Finanza, come modificato dal D.L. 24 giugno 2014, n. 91, convertito con modificazioni in Legge 11 agosto 2014, n. 116. Pertanto, la soglia rilevante ai fini degli obblighi di comunicazione delle partecipazioni rilevanti ai sensi dell'art. 120, comma 2, del Testo Unico, è pari al 5%, anziché al 2%; -----

-- ciò premesso, per completezza, si forniscono i nominativi dei soggetti che, alla data odierna, partecipano direttamente o indirettamente, in misura superiore al 2% del capitale sociale sottoscritto di EI Towers S.p.a., rappresentato da azioni con diritto di voto, secondo le risultanze del libro soci, integrate dalle comunicazioni ricevute ai sensi dell'articolo 120 del Testo Unico della Finanza e da altre informazioni a disposizione, quali risultanti dall'elenco analitico di cui dà lettura (allegato -A-). -----

Il Presidente: -----

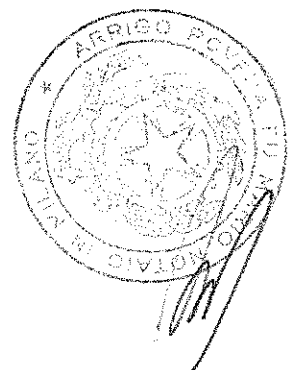
- dichiara di non essere a conoscenza dell'esistenza di patti parasociali ex articolo 122 del Testo Unico della Finanza aventi per oggetto azioni della società; -----

- dichiara che la società è soggetta all'attività di direzione e coordinamento da parte di Mediaset S.p.A.; -----

- ricorda che ai sensi dell'art. 120 del Testo Unico della Finanza e delle norme regolamentari di attuazione emanate da Consob, coloro i quali, possedendo direttamente o indirettamente oltre il 5% del capitale della società, non abbiano provveduto a darne segnalazione alla società e alla Consob non possono esercitare il diritto di voto inerente alle azioni per le quali è stata omessa la comunicazione e che il diritto di voto inerente alle azioni per le quali non siano stati adempiuti gli obblighi informativi di cui all'art. 122, primo comma del Testo Unico della Finanza, non può essere esercitato; -----

- ricorda altresì che, con riferimento agli obblighi di comunicazione di cui all'art. 120 del Testo Unico della Finanza, sono considerate partecipazioni le azioni in relazione alle quali il diritto di voto spetti in virtù di delega, purché tale diritto possa essere esercitato discrezionalmente in assenza di specifiche istruzioni da parte del delegante; -----

- invita i presenti a voler dichiarare, adesso ed in occasione di ogni singola votazione l'eventuale carenza di legittimazione al voto. -----



Nessuna dichiarazione viene resa in tal senso, pertanto il Presidente ritiene che non sussistano carenze di legittimazione al voto. -----

Dà atto che, riguardo all'unico argomento all'ordine del giorno e alla relativa documentazione, sono stati regolarmente espletati gli adempimenti previsti dalle norme di legge e regolamentari vigenti. -----

In particolare, in data 6 marzo 2015, è stata depositata e messa a disposizione del pubblico presso la sede sociale, sul sito internet della società e sul sito internet di Borsa Italiana S.p.A. e sul meccanismo di stoccaggio autorizzato Info, all'indirizzo WWW.INFO.IT, la seguente documentazione: -----

(i) la relazione illustrativa degli amministratori sull'unico punto all'ordine del giorno dell'assemblea redatta ai sensi dell'articolo 70, comma 4 del Regolamento Emittenti Consob; -----

(ii) la relazione sulla congruità del prezzo di emissione delle azioni relative all'aumento di capitale espresso dalla società di revisione Deloitte & Touche S.p.a. ai sensi dell'articolo 2441, comma 6, del codice civile e dell'articolo 158 del Testo Unico della Finanza; -----

(iii) la relazione predisposta dall'esperto indipendente, prof. Mauro Bini, ai sensi dell'articolo 2343 - ter, comma 2 lettera b) del codice civile. -----

Del deposito della predetta documentazione è stata data comunicazione al pubblico ai sensi della normativa vigente. -----

La documentazione è stata inviata a coloro che ne hanno fatto eventuale richiesta, nonché consegnata agli intervenuti all'assemblea. -----

Detti documenti vengono allegati al verbale come parte integrante e sostanziale dello stesso (allegato **-B-**). -----

Il Presidente informa, infine, che saranno altresì allegati al verbale dell'assemblea come parte integrante e sostanziale dello stesso e saranno a disposizione degli aventi diritto: -----

- l'elenco nominativo dei partecipanti all'assemblea, in proprio e per delega, completo di tutti i dati richiesti dalla Consob, con l'indicazione delle rispettive azioni per le quali è stata effettuata la comunicazione da parte dell'intermediario all'emittente ai sensi dell'art. 83-sexies del Testo Unico della Finanza; -----

- l'elenco nominativo dei soggetti che hanno espresso voto favorevole, contrario, o si sono astenuti o allontanati prima di ogni votazione e il relativo numero di azioni rappresentate in proprio e/o per delega. -----

Sarà inoltre inserita nel verbale dell'assemblea la sintesi degli interventi con l'indicazione nominativa degli intervenuti, le risposte fornite e le eventuali dichiarazioni a commento. -----

Prima di passare alla trattazione dell'unico punto all'ordine del giorno, il Presidente desidera ricordare ai partecipanti che, ai sensi dell'art. 8 del regolamento assembleare, la richiesta di intervento sull'unico argomento all'ordine del giorno può essere presentata all'ufficio di presidenza dal momento della costituzione dell'assemblea e fino a quando il Presidente stesso non abbia dichiarato chiusa la discussione sull'argomento. -----

Il Presidente darà la parola secondo l'ordine di presentazione delle richieste di intervento e ciascun partecipante potrà svolgere un solo intervento. -----

Sempre ai sensi dell'art. 8 del regolamento assembleare, ai fini del regolare svolgimento della riunione: -----

- la durata massima di ciascun intervento, non può essere superiore a cinque minuti; sono consentiti interventi di replica non superiori a tre minuti; -----

- al termine degli interventi sugli argomenti all'ordine del giorno sarà fornita risposta alle domande, previa eventuale sospensione dei lavori assembleari, per un tempo non superiore a due ore. -----

Al termine di tutti gli interventi relativi all'unico punto dell'ordine del giorno, si procederà a dare risposta anche, ove occorra, alle domande pervenute prima dell'assemblea, ai sensi dell'articolo 127-ter del Testo Unico della Finanza. -----

Agli interventi aventi lo stesso contenuto potrà essere fornita una risposta unica. -----

Il Presidente provvede infine a comunicare le modalità tecniche di gestione dei lavori assembleari e di svolgimento delle votazioni. -----

Tutte le votazioni, ivi comprese quelle relative alle modalità di svolgimento dei lavori assembleari, avverranno per alzata di mano con obbligo per coloro che esprimono voto contrario o astenuto di comunicare il nominativo ed il numero di azioni portate in proprio e/o per delega. -----

Comunica che coloro che desiderino essere considerati non votanti, dovranno farne richiesta espressa per la relativa verbalizzazione. -----

Ciascun partecipante, all'atto della registrazione, ha ricevuto una scheda di partecipazione. -----

Nel corso dell'assemblea ciascun partecipante potrà uscire dalla sala dell'assemblea consegnando al personale di sorveglianza la relativa scheda di partecipazione. -----

Il rientro del partecipante comporterà la restituzione della scheda e la correlata rilevazione nel sistema informatico della "presenza". -----

I partecipanti all'assemblea sono pregati di non abbandonare la sala fino a quando le operazioni di votazione non siano terminate e la dichiarazione dell'esito della votazione non sia stata comunicata. -----

Al termine della votazione proclamerà i relativi risultati. -----

Il Presidente passa quindi alla trattazione dell'unico punto all'ordine del giorno dell'assemblea: **"1. Proposta di aumento di capitale sociale a pagamento, con esclusione del diritto di opzione, ai sensi dell'art. 2441, comma 4, primo periodo, cod. civ., da liberarsi mediante conferimento in natura. Conseguente modifica dell'art. 5 dello statuto sociale. Deliberazioni inerenti e conseguenti."**. -----

Il Presidente cede la parola all'Amministratore Delegato Guido Barbieri il quale svolge una relazione supportata dalle "slides" la cui versione cartacea viene allegata sotto -C-. -----

Riprende la parola il Presidente il quale ringrazia l'Amministratore Delegato Guido Barbieri per l'intervento. -----

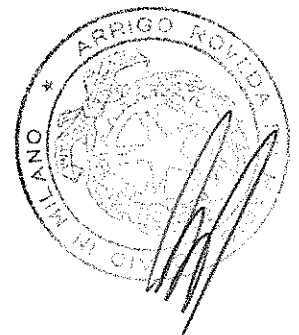
Ricorda, come riferito in apertura dei lavori assembleari che la documentazione relativa all'unico punto all'ordine del giorno dell'odierna assemblea è stata depositata e messa a disposizione del pubblico con le modalità e nei termini previsti dalla normativa vigente e consegnata a tutti gli intervenuti. -----

Il Presidente propone, se l'assemblea è d'accordo, di omettere la lettura della predetta documentazione, al fine di lasciare più spazio al dibattito. -----

Nessuno dissente. -----

Il Presidente prima di sottoporre la proposta di deliberazione, cede la parola al Presidente del Collegio Sindacale Antonio Aristide Mastrangelo. -----

Il Presidente del Collegio Sindacale Antonio Aristide Mastrangelo, a nome dell'intero Collegio attesta che il capitale sociale di EI Towers S.p.a. di euro



2.826.237,70 e' interamente sottoscritto, versato ed esistente. -----

Il Presidente sottopone, quindi, all'assemblea la seguente proposta di deliberazione sull'unico punto all'ordine del giorno, in linea con quella contenuta nella relazione illustrativa del consiglio di amministrazione all'assemblea: --

"L'assemblea straordinaria degli azionisti di EI Towers S.p.a. -----

-- esaminata la relazione del consiglio di amministrazione e la proposta ivi formulata; -----

- preso atto: (i) del parere sulla congruita' del prezzo di emissione delle azioni EI Towers S.p.a. di nuova emissione espresso, ai sensi dell'art. 2441, comma 6, cod. civ. e dell'art. 158 del D. Lsg. 24 febbraio 1998, n. 58, dalla societa' di revisione Deloitte & Touche S.p.a.; (ii) della relazione predisposta dall'esperto indipendente prof. Mauro Bini ai sensi degli artt. 2440, comma 2, e 2343 - ter, cod. civ.; e (iii) dell'attestazione del collegio sindacale che il capitale sociale di euro 2.826.237,70 e' interamente sottoscritto, versato ed esistente; -----

----- delibera -----

1) di approvare la proposta di aumento di capitale, a pagamento, in via scindibile per un importo complessivo massimo di **euro 373.972.800,00** (comprensivo del sovrapprezzo), da eseguirsi in una o più volte, anche in più tranches, mediante emissione di **n. 8.160.000 azioni ordinarie** del valore nominale **euro 0,10**, con godimento regolare ed aventi le stesse caratteristiche di quelle in circolazione alla data di emissione, con esclusione del diritto di opzione, ai sensi dell'art. 2441 comma 4, primo periodo, cod. civ., da liberarsi mediante conferimento in natura delle azioni ordinarie Rai Way S.p.a. eventualmente portate in adesione all'offerta pubblica di acquisto e scambio promossa dalla società in data 24 febbraio 2015, avente ad oggetto la totalità delle azioni ordinarie Rai Way S.p.a., per un corrispettivo per ciascuna azione ordinaria di Rai Way S.p.a. portata in adesione all'offerta pari a (i) **euro 3,13** e (ii) **n. 0,03 azioni ordinarie** di EI Towers di nuova emissione; - 2) di fissare al 31 dicembre 2015 il termine ultimo per dare esecuzione all'aumento di capitale e di stabilire che, ai sensi dell'art. 2439, comma 2, cod. civ., (i) il capitale sociale si intenderà aumentato di volta in volta in ragione dell'ammontare delle sottoscrizioni raccolte e (ii) l'aumento di capitale, ove non integralmente sottoscritto entro il 31 dicembre 2015, si intenderà limitato all'importo risultante dalle sottoscrizioni complessivamente effettuate entro il suddetto termine; -----

3) di modificare l'art. 5 dello statuto sociale mediante l'inserimento di una nuova lett. b), con conseguente rinumerazione letterale dei successivi capoversi, secondo la formulazione di seguito indicata: "B) L'assemblea straordinaria del 27 marzo 2015 ha deliberato di approvare un aumento di capitale sociale scindibile, a pagamento, per un importo complessivo massimo di Euro 373.972.800,00 (comprensivo del sovrapprezzo), da eseguirsi in una o più volte, anche in più tranches, entro il 31 dicembre 2015, mediante emissione di n. 8.160.000 azioni ordinarie dal valore nominale di Euro 0,10 cadauna, godimento regolare, con esclusione del diritto di opzione, ai sensi dell'art. 2441 comma 4, primo periodo, del cod. civ., da liberarsi mediante conferimento in natura delle azioni ordinarie Rai Way S.p.A. eventualmente portate in adesione all'offerta pubblica di acquisto e scambio promossa dalla Società in data 24 febbraio 2015, avente ad oggetto la totalità delle azioni ordinarie Rai Way S.p.A., per un corrispettivo per ciascuna azione ordinaria di Rai

Way S.p.A. portata in adesione all'offerta pari a (i) Euro 3,13 e (ii) n. 0,03 azioni ordinarie El Towers S.p.A. di nuova emissione.";

4) di conferire al consiglio di amministrazione e per esso agli amministratori delegati, anche disgiuntamente tra loro e con facoltà di subdelega, ogni più ampio potere per dare attuazione alle deliberazioni di cui sopra per il buon fine dell'operazione, ivi inclusi, a titolo meramente indicativo e non esaustivo, il potere per:

(i) predisporre e presentare ogni documento richiesto ai fini dell'esecuzione dell'aumento deliberato, anche ai sensi dell'art. 2444 cod. civ., nonché per adempiere alle formalità necessarie per procedere all'ammissione a quotazione sul mercato telematico azionario organizzato e gestito da Borsa Italiana S.p.a. delle azioni di nuova emissione, ivi incluso il potere di provvedere alla predisposizione e alla presentazione alle competenti autorità di ogni domanda, istanza, documento o prospetto allo scopo necessario o opportuno;

(ii) procedere agli adempimenti previsti dall'art. 2343-quater, cod. civ.;

(iii) richiedere all'esperto indipendente, prof. Mauro Bini per gli eventuali conferimenti effettuati dopo il 30 giugno 2015, un aggiornamento della valutazione resa ai sensi dell'art. 2343-ter cod. civ. volto a confermare che il valore delle azioni Rai Way S.p.a. oggetto del conferimento sia almeno pari a quello risultante dalla precedente valutazione;

(iv) apportare alle deliberazioni adottate ogni modifica e/o integrazione che si rendesse necessaria e/o opportuna anche a seguito di richiesta di ogni autorità competente ovvero in sede di iscrizione, e in genere, per compiere tutto quanto occorra per la completa esecuzione delle deliberazioni stesse, con ogni e qualsiasi potere a tal fine necessario e opportuno, nessuno escluso ed eccettuato, compreso l'incarico di depositare presso il competente registro delle imprese lo statuto sociale aggiornato con la modificazione del capitale sociale."

Il Presidente apre la discussione, riservandosi di rispondere alle eventuali domande al termine degli interventi.

Prende la parola Arturo Albano, in rappresentanza di Amber Southern European Equity LTD, da tempo azionista della società ed ora anche azionista di Rai Way Spa.

Esprime il favore del socio per il progetto presentato e preannuncia il voto favorevole.

Si sofferma sui molti vantaggi dell'operazione già evidenziati dall'amministratore delegato Guido Barbieri nella sua relazione.

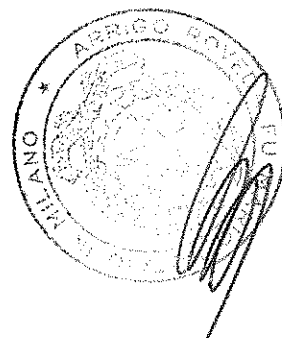
Manifesta apprezzamento per l'attività del management ed auspica che controparte ed il Governo possano aderire all'offerta mettendo da parte i pregiudizi.

Chiede se esista la possibilità di modificare i termini economici dell'offerta nel caso si dovesse aprire una trattativa.

Si dichiara favorevole anche ad un aumento delle azioni da emettere al servizio dell'offerta.

Il Presidente fornisce le risposte alle domande formulate dagli azionisti anche, ove occorra, ai sensi dell'articolo 127-ter del Testo Unico della Finanza. Ringrazia il rappresentante del socio intervenuto, replicando che ad oggi non è possibile modificare l'offerta formulata. Ritiene opportuno che la controparte si esprima sul merito industriale del progetto.

Nessuno altro chiedendo la parola, il Presidente dichiara chiusa la discus-



sione e mette in votazione la proposta di deliberazione di cui ha dato lettura. Invita gli intervenuti a dichiarare eventuali carenze di legittimazione al voto ai sensi di legge e di statuto e constata che nessuno denuncia l'esistenza di cause ostative o limitative del diritto di voto. -----

Invita inoltre i legittimati al voto che desiderino essere considerati non votanti, a farne espressa richiesta per la relativa verbalizzazione. -----

Prima dell'apertura della votazione, chiede al personale addetto di fornirgli i dati aggiornati sulle presenze ed invita i legittimati al voto a non assentarsi dalla riunione, salvo espressa richiesta, sino a quando non siano terminate le procedure di votazione. -----

Comunica che sono presenti in proprio e/o per delega n. 222 legittimati al voto, rappresentanti n. 22.594.953 azioni pari al 79,95% del capitale sociale. Il Presidente apre per alzata di mano la votazione alle ore 11.50. -----

Dichiara chiusa la votazione e comunica che la proposta é approvata a maggioranza con l'astensione di "Two Sigma Equity Portfolio LLC", titolare di n. 200 azioni e "Church of England Investment Fund For Pensions", titolare di n. 1.075 azioni. -----

Il Presidente non essendovi altri argomenti da trattare e nessuno chiedendo ulteriormente la parola, dichiara chiusa la riunione alle ore 11,51, ringraziando tutti gli intervenuti. -----

-----=&=-----

Viene allegato sotto **-D-** il testo aggiornato dello statuto sociale quale risulta a seguito della delibera come sopra adottata. -----

Viene allegato sotto **-E-** l'elenco dei partecipanti con l'indicazione di tutti gli azionisti intervenuti e del numero di azioni rappresentate. -----

Viene allegata sotto **-F-** la documentazione relativa ai risultati della votazione. -----

La parte mi dispensa dalla lettura degli allegati. -----

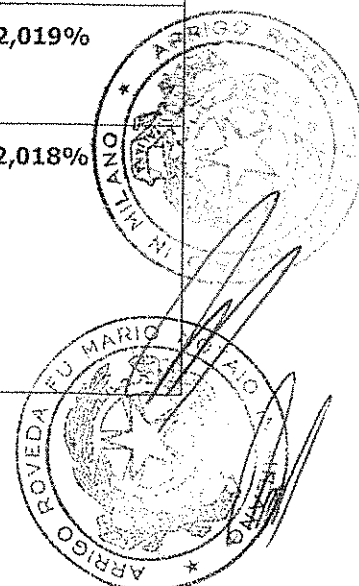
----- Atto scritto -
in parte da me ed in parte con sistema elettronico da persona di mia fiducia su cinque fogli per venti facciate, da me letto alla parte e sottoscritto alle ore 12,11. -----

ALBERTO GIUSSANI -----

ARRIGO ROVEDA sigillo -----

Elenco dei soggetti che partecipano direttamente o indirettamente, in misura superiore al 2% del capitale sociale sottoscritto di Ei Towers S.p.a., rappresentato da azioni con diritto di voto

Dichiarante	Azionista diretto	Numero azioni	Quota % su capitale ordinario
SILVIO BERLUSCONI	ELETTRONICA INDUSTRIALE SPA	11.305.120	40,001%
BLACKROCK INC.		2.897.557	10,252%
	BLACKROCK ADVISORS LLC	1.626.862	5,756%
	BLACKROCK (LUXEMBURG) SA	891.992	3,156%
	BLACKROCK INVESTMENT MANAGEMENT LLC	144.708	0,512%
	BLACKROCK INSTITUTIONAL TRUST COMPANY, NATIONAL ASSOCIATION	124.879	0,442%
	BLACKROCK INVESTMENT MANAGEMENT (AUSTRALIA) LIMITED	59.211	0,210%
	BLACKROCK FUND ADVISORS	30.542	0,108%
	BLACKROCK ASSET MANAGEMENT IRELAND LIMITED	19.363	0,069%
OCTAVIAN ADVISORS LP in qualità di gestore di: - Octavian Special Master Fund LP, proprietario di n. 1.001.325 pari al 3,54% - Tiberius OC Fund, proprietario di n. 167.510 pari al 0,59%	OCTAVIAN ADVISORS LP	1.168.835	4,136%
THREADNEEDLE ASSET MANAGEMENT HOLDINGS LIMITED	THREADNEEDLE ASSET MANAGEMENT HOLDINGS LIMITED	570.746	2,019%
AMBER CAPITAL UK LLP PROPRIETARIO DELLE AZIONI: - Amber Southern European Equity Limited, per una quota pari al 2,018%	AMBER CAPITAL UK LLP	570.473	2,018%



These materials do not constitute an offer or an invitation to subscribe for or purchase any securities. The securities referred to herein have not been registered and will not be registered in the United States under the U.S. Securities Act of 1933, as amended (the "Securities Act"), or in Australia, Canada or Japan or any other jurisdiction where such an offer or solicitation would require the approval of local authorities or otherwise be unlawful. The securities may not be offered or sold in the United States or to U.S. persons unless such securities are registered under the Securities Act, or an exemption from the registration requirements of the Securities Act is available. Copies of these materials are not being made and may not be distributed or sent into the United States, Canada, Australia or Japan.

La presente documentazione non costituisce un'offerta o un invito a sottoscrivere o acquistare titoli. I titoli non sono stati e non saranno registrati negli Stati Uniti ai sensi dello United States Securities Act of 1933 (come successivamente modificato) (the "Securities Act"), o in Australia, Canada o Giappone nonché in qualsiasi altro Paese in cui tale offerta o sollecitazione sia soggetta all'autorizzazione da parte di autorità locali o comunque vietata ai sensi di legge. I titoli ivi indicati non possono essere offerti o venduti negli Stati Uniti o a U.S. persons salvo che siano registrati ai sensi del Securities Act o in presenza di un'esenzione alla registrazione applicabile ai sensi del Securities Act. Copie di questo annuncio non vengono preparate né possono essere distribuite o inoltrate negli Stati Uniti, in Canada, Australia o Giappone.

ASSEMBLEA STRAORDINARIA DEGLI AZIONISTI DI EI TOWERS S.p.A.

27 marzo 2015, ore 11.00 in unica convocazione

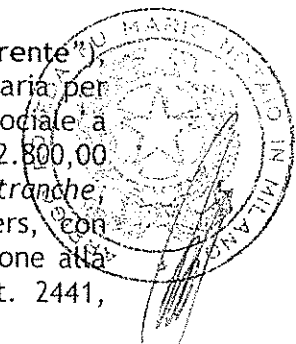
* * *

Relazione illustrativa sull'unico punto all'ordine del giorno:

"Proposta di aumento di capitale sociale a pagamento, con esclusione del diritto di opzione, ai sensi dell'art. 2441, comma 4, primo periodo, cod. civ., da liberarsi mediante conferimento in natura. Conseguente modifica dell'art. 5 dello Statuto Sociale. Deliberazioni inerenti e conseguenti."

Signori Azionisti,

il Consiglio di Amministrazione di El Towers S.p.A. ("El Towers" o l'"Offerente"), riunitosi in data 24 febbraio 2015, vi ha convocati in Assemblea Straordinaria per sottoporre alla Vostra approvazione la proposta di aumento del capitale sociale a pagamento e in via scindibile, per un importo massimo di Euro 373.972.800,00 (comprensivo del sovrapprezzo), da eseguirsi in una o più volte, anche in più tranches, mediante emissione di massime n. 8.160.000 azioni ordinarie El Towers, con godimento regolare e aventi le stesse caratteristiche di quelle in circolazione alla data di emissione, con esclusione del diritto di opzione ai sensi dell'art. 2441,



comma 4, primo periodo, cod. civ., a servizio dell'offerta pubblica di acquisto e scambio volontaria promossa da El Towers in data 24 febbraio 2015, avente ad oggetto la totalità delle azioni ordinarie emesse da Rai Way S.p.A. ("Rai Way" o l'"Emittente"), e pertanto da liberarsi mediante conferimento in natura delle azioni ordinarie Rai Way eventualmente apportate all'offerta (l'"Aumento di Capitale").

* * * * *

1. AUMENTO DI CAPITALE

1.1 Illustrazione dell'operazione

Il Consiglio di Amministrazione di El Towers in data 24 febbraio 2015 ha deliberato di promuovere un'offerta pubblica di acquisto e scambio volontaria (l'"Offerta") avente ad oggetto n. 272.000.000 azioni ordinarie Rai Way, pari alla totalità del capitale sociale sottoscritto e versato dell'Emittente.

Per ciascuna azione ordinaria Rai Way portata in adesione all'Offerta l'Offerente riconoscerà agli azionisti un corrispettivo rappresentato da (a) una componente in contanti, pari a Euro 3,13 (corrispondente a circa il 69% della valorizzazione complessiva di ciascuna azione ordinaria Rai Way), e (b) una componente azionaria, costituita da n. 0,03 azioni ordinarie El Towers di nuova emissione (corrispondente a circa il 31% della valorizzazione complessiva di ciascuna azione ordinaria Rai Way) (congiuntamente, il "Corrispettivo").

Ai fini dell'esecuzione dell'Offerta, risulta necessario deliberare l'Aumento di Capitale. In questa prospettiva, il Consiglio di Amministrazione di El Towers del 24 febbraio 2015 ha altresì deliberato di:

- (i) convocare l'Assemblea Straordinaria di El Towers per il 27 marzo 2015 al fine di approvare la proposta di Aumento di Capitale;
- (ii) approvare la presente relazione che illustra e motiva, in particolare, i criteri adottati per la determinazione del rapporto di scambio tra le azioni ordinarie El Towers e le azioni ordinarie Rai Way eventualmente apportate all'Offerta e per l'individuazione del prezzo di emissione delle azioni ordinarie El Towers di nuova emissione, redatta ai sensi dell'art. 70 del Regolamento adottato dalla Consob con delibera 14 maggio 1999, n. 11971, come successivamente modificato ed integrato (il "Regolamento Emittenti") e in conformità all'Allegato 3A, Schema n. 2, al medesimo Regolamento Emittenti;
- (iii) richiedere a Deloitte & Touche S.p.A., società di revisione legale di El Towers, l'emissione del parere di congruità di cui all'art. 2441, comma 6, cod. civ. e all'art. 158 del d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58, come successivamente modificato e integrato (il "TUF"). Tale parere verrà messo a disposizione nei termini e con le modalità previste dalla normativa vigente.

1.2. Condizioni dell'Offerta

L'Offerta è subordinata al verificarsi di ciascuna delle seguenti condizioni:

- (i) che l'Autorità Garante della Concorrenza e del Mercato approvi incondizionatamente, entro il secondo giorno di borsa aperta antecedente la data di pagamento del Corrispettivo, l'acquisizione del controllo

dell'Emittente da parte di El Towers;

- (ii) che l'Assemblea Straordinaria di El Towers convocata per il 27 marzo 2015 approvi la proposta di l'Aumento di Capitale;
- (iii) che l'Offerente venga a detenere (per effetto dell'Offerta o di acquisti effettuati al di fuori dell'Offerta ma nel rispetto delle applicabili disposizioni normative) una partecipazione pari almeno al 66,67% del capitale sociale di Rai Way;
- (iv) che, entro il quinto giorno di borsa aperta antecedente la chiusura del periodo di adesione all'Offerta, come eventualmente prorogato, il Ministero dello sviluppo economico autorizzi RAI - Radiotelevisione Italiana S.p.A. ("RAI") a continuare lo svolgimento delle proprie attività inerenti il servizio pubblico avvalendosi dell'Emittente anche successivamente all'acquisizione del controllo della stessa da parte di El Towers. A tal fine, l'Offerente si impegna sin d'ora a convenire adeguati strumenti negoziali che assicurino e garantiscano a RAI pieno titolo a disporre dei mezzi e delle risorse strumentali per l'espletamento delle prestazioni di servizio pubblico spettanti alla stessa RAI;
- (v) che alla data di pagamento del Corrispettivo non si siano verificati circostanze o eventi straordinari ovvero gravi mutamenti negativi nella situazione finanziaria, economica, valutaria, normativa o di mercato, a livello nazionale o internazionale, o altri eventi che abbiano effetti sostanzialmente pregiudizievoli sull'Offerta o sulla situazione finanziaria, patrimoniale o reddituale di Rai Way.

L'Offerente potrà rinunciare a una o più delle condizioni di efficacia dell'Offerta ovvero modificarle, in tutto o in parte, come previsto dalla normativa applicabile.

1.3. Trattamento rivolto agli azionisti Rai Way destinatari degli "Incentivi al pubblico indistinto" e degli "Incentivi ai dipendenti"

In sede di quotazione di Rai Way, nell'ambito dell'offerta rivolta al pubblico indistinto e ai dipendenti del Gruppo RAI, è stato riconosciuto agli assegnatari delle azioni ordinarie Rai Way che manterranno, senza soluzione di continuità, la piena proprietà di tali azioni per dodici mesi dalla data di pagamento (ossia dal 19 novembre 2014), e sempre che le stesse azioni siano rimaste depositate presso un collocatore ovvero presso altre istituzioni aderenti a Monte titoli (le "Azioni Rai Way Cum Azioni Gratuite"), il diritto a ricevere gratuitamente da RAI una azione ordinaria Rai Way ogni venti azioni assegnate nell'ambito dell'offerta pubblica e una azione ordinaria Rai Way ogni dieci azioni assegnate nell'ambito dell'offerta rivolta ai dipendenti (le "Azioni Gratuite").

Nell'ambito dell'Offerta El Towers intende attribuire a tutti i possessori di Azioni Rai Way Cum Azioni Gratuite la facoltà di stipulare con l'Offerente un contratto di vendita a termine per effetto del quale, a una data immediatamente successiva al 19 novembre 2015, tutte le azioni ordinarie Rai Way detenute dagli azionisti che abbiano esercitato tale facoltà, incluse le Azioni Gratuite, saranno trasferite all'Offerente a fronte del pagamento del Corrispettivo.



1.4 Riflessi sui programmi gestionali della Società

L'Offerta è finalizzata alla creazione di un grande operatore unico nazionale nel settore delle infrastrutture destinate all'ospitalità degli apparati televisivi e radiofonici, in grado di svolgere un ruolo rilevante anche nel settore delle telecomunicazioni.

1.4.1 Creazione di un operatore unico delle torri broadcasting

L'operazione consentirà di porre rimedio all'attuale situazione di inefficiente moltiplicazione infrastrutturale dovuta alla presenza di due grandi operatori sul territorio nazionale, ponendo così l'Italia a livello dei principali Paesi Europei industrializzati (Francia, Regno Unito, Spagna) nei quali le infrastrutture vengono gestite a livello nazionale da un unico operatore.

In linea con il suo ruolo di gestore di un'infrastruttura chiave per il Paese, El Towers: (a) continuerà a garantire l'accesso alle infrastrutture a tutti gli operatori radiotelevisivi, in modo indipendente, secondo termini trasparenti e non discriminatori, offrendo un servizio completo e integrato e (b) aprirà sempre più la propria infrastruttura, in prospettiva, agli operatori di telecomunicazioni.

A seconda delle specifiche esigenze dei clienti, e in linea con le *best practices* sia dell'Offerente che dell'Emittente (entrambe note a livello europeo per l'eccellenza tecnologica e per la cultura del servizio), continueranno ad essere disponibili servizi accessori, quali la progettazione e la realizzazione degli impianti dei propri clienti, l'assistenza tecnica, la manutenzione ordinaria e straordinaria, il controllo della qualità dei segnali sul territorio, fino ad arrivare alla possibile offerta del modello c.d. "*full service*", già fornito ai principali *network operator* televisivi nazionali, nel quale la *tower company* gestisce in modo completo e integrato il servizio di *headend*, di trasmissione e di diffusione del segnale.

1.4.2 Creazione di un operatore più efficiente

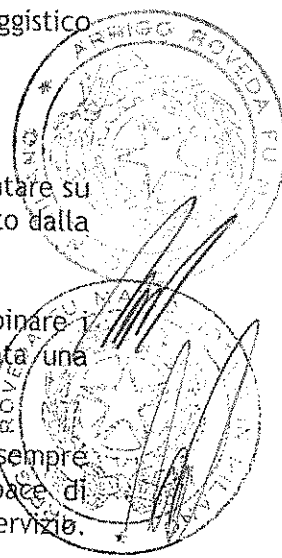
L'Offerente si attende di poter conseguire efficienze soprattutto in termini di graduale semplificazione infrastrutturale e di più efficiente approccio alla dimensione tecnologica. La miglior efficienza dell'infrastruttura potrebbe generare, nel lungo periodo, un beneficio indiretto anche all'ambiente: si tratta di un'opportunità per alcune zone periferiche del Paese in cui esistono duplicazioni di infrastruttura che potrebbero essere unificate a beneficio dell'impatto paesaggistico e ambientale.

1.4.3 Conseguimento di vantaggi e opportunità per i clienti

La copertura del territorio nazionale mediante un'infrastruttura che potrà contare su circa 5.000 postazioni incrementerà notevolmente il valore del servizio offerto dalla nuova realtà industriale ai clienti esistenti e potenziali.

La creazione di un unico grande gruppo a livello nazionale, capace di combinare i punti di forza tecnologici e commerciali di entrambe le realtà, rappresenta una potenziale opportunità per i clienti dei diversi settori coinvolti:

- (i) i *network operator* televisivi potranno contare su una infrastruttura sempre più solida ed efficiente, all'avanguardia tecnologica in Europa, capace di accompagnarli nella ricerca del miglioramento della qualità del servizio.



L'obiettivo della distribuzione di tutta l'offerta televisiva in HD (ed eventuali successive evoluzioni, es: *Ultra HD*) è realizzabile nel medio periodo e rappresenterebbe la consacrazione qualitativa dell'unica piattaforma "popolare", universalmente accessibile. Il "salto di qualità" presuppone la gestione ordinata della transizione verso standard trasmissivi più evoluti (DVB-T2) e tecniche di compressione del segnale più performanti (MPEG4 e HEVC): un'organizzazione che poggia su un'infrastruttura solida, razionalmente e unitariamente gestita valorizzerebbe ed enfatizzerebbe l'enorme patrimonio di conoscenze presente in entrambe le *tower companies*;

- (ii) gli operatori del settore radiofonico, anche quelli privati e di qualunque dimensione, dovranno affrontare il passaggio dall'analogico al digitale. Le *tower companies* metterebbero a fattore comune i rispettivi *know how* al fine di gestire tale passaggio e, soprattutto, di favorire la predisposizione di offerte commerciali *full service* tarate sulle specifiche esigenze del cliente;
- (iii) gli operatori telefonici, alla costante ricerca di efficienza, potranno contare su una controparte attenta, flessibile e in condizione di gestire un portafoglio di siti più ampio.

1.4.4 Stimolo all'avvio di un processo di consolidamento del mercato

La creazione di un grande operatore nazionale integrato potrebbe svolgere una funzione di stimolo del processo in atto in tutti i mercati europei dove gli operatori mobili (*Mobile Network Operators - MNO*), per ragioni di efficienza, stanno valutando l'opportunità di concentrarsi solo sui processi *core* e di reperire risorse mediante la cessione o l'esternalizzazione dell'infrastruttura fisica.

La creazione di una realtà caratterizzata da una più vasta scala offrirà migliori opportunità per i dipendenti.

1.4.5 Benefici finanziari dell'operazione

A seguito dell'operazione, il Gruppo EI Towers avrà ricavi più diversificati, dato che l'incidenza del Gruppo Mediaset sui ricavi passerà dal 77% al 41% (stime basate sui dati al 2013), mentre il Gruppo RAI sarà il secondo cliente con 39% (stime basate sui dati al 2013).

L'Offerente ritiene che l'operazione possa generare significative sinergie in termini di ricavi e costi nonché efficienze nella spesa per investimenti.

Il gruppo post operazione avrà una struttura del capitale più efficiente (indebitamento pro-forma di c.5x EBITDA, ovvero c.40% delle fonti) in linea con gli altri operatori internazionali leader di settore.

Si prevede che l'operazione generi effetti positivi sull'utile per azione e sul *Free Cash Flow to equity* per azione sin dal primo anno.

L'incremento della capitalizzazione - a fronte delle azioni di nuova emissione utilizzate quale parziale fonte di pagamento del Corrispettivo - e la conseguente maggiore liquidità del titolo renderanno l'investimento nel Gruppo maggiormente appetibile, soprattutto per i grandi investitori istituzionali.

L'Offerente ritiene e auspica che il mercato finanziario e tutti gli azionisti possano



valutare positivamente il consolidamento delle due *tower companies* italiane in considerazione dei significativi benefici derivanti dall'operazione in termini di efficienza, profittabilità e semplificazione gestionale.

2. NUMERO, CATEGORIA, PREZZO DI EMISSIONE E GODIMENTO DELLE AZIONI DI NUOVA EMISSIONE

L'Aumento di Capitale ha ad oggetto massime n. 8.160.000 azioni ordinarie El Towers, dal valore nominale unitario di Euro 0,10 cadauna, da liberarsi mediante conferimento in natura delle azioni ordinarie Rai Way portate in adesione all'Offerta.

Per ciascuna azione ordinaria Rai Way portata in adesione all'Offerta, l'Offerente riconoscerà il Corrispettivo rappresentato da:

- (i) una componente in contanti, pari a Euro 3,13 (per circa il 69% della valorizzazione complessiva di ciascuna azione ordinaria Rai Way); e
- (ii) una componente azionaria, costituita da n. 0,03 azioni ordinarie El Towers di nuova emissione del valore nominale di Euro 0,10, con godimento regolare e aventi le stesse caratteristiche di quelle già in circolazione alla data di emissione (per circa il 31% della valorizzazione complessiva di ciascuna azione ordinaria Rai Way, equivalente, sulla base del prezzo di riferimento delle azioni ordinarie El Towers del giorno 23 febbraio 2015, a Euro 1,37).

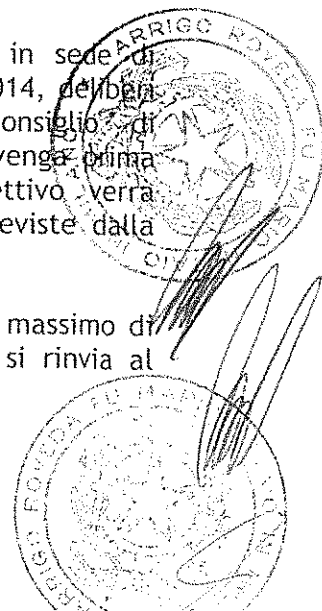
Sulla base del prezzo di riferimento delle azioni ordinarie El Towers del giorno 23 febbraio 2015 (pari a Euro 45,83) il Corrispettivo esprime una valorizzazione pari a circa Euro 4,50 per ciascuna azione ordinaria Rai Way.

Le azioni di nuova emissione oggetto dell'Aumento di Capitale, del valore nominale di Euro 0,10, saranno negoziate sul Mercato Telematico Azionario gestito da Borsa Italiana S.p.A., avranno godimento regolare e attribuiranno ai loro possessori pari diritti rispetto alle azioni in circolazione della Società alla data della loro emissione.

Si precisa che, qualora (a) l'Assemblea Ordinaria dei soci dell'Emittente, in sede di approvazione del bilancio relativo all'esercizio chiuso al 31 dicembre 2014, deliberi la distribuzione del dividendo eventualmente proposto dal Consiglio di Amministrazione di Rai Way e (b) il pagamento del dividendo intervenga prima della conclusione del periodo di adesione all'Offerta, il Corrispettivo verrà corrispondentemente ridotto, nei termini e con le modalità previste dalla normativa vigente.

Qualora, inoltre, (a) l'Assemblea Ordinaria dei soci dell'Offerente, in sede di approvazione del bilancio relativo all'esercizio chiuso al 31 dicembre 2014, deliberi la distribuzione del dividendo eventualmente proposto dal Consiglio di Amministrazione di El Towers e (b) il pagamento del dividendo intervenga prima della conclusione del periodo di adesione all'Offerta, il Corrispettivo verrà corrispondentemente incrementato, nei termini e con le modalità previste dalla normativa vigente.

Per ulteriori informazioni in relazione alla determinazione del numero massimo di azioni ordinarie El Towers di nuova emissione e del relativo prezzo, si rinvia al successivo paragrafo 3.



3. CRITERI PER LA DETERMINAZIONE DEL NUMERO MASSIMO DI AZIONI ORDINARIE EI TOWERS DI NUOVA EMISSIONE E DEL RELATIVO PREZZO

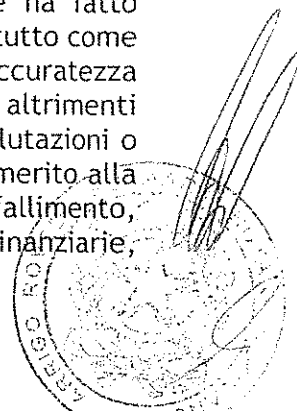
Nell'elaborare le proprie analisi, il Consiglio di Amministrazione di El Towers, con il supporto dell'*advisor* finanziario, ha fatto riferimento ad una serie di informazioni di pubblico dominio o da queste desumibili, in particolare ha:

- (i) esaminato i corsi di Borsa del titolo El Towers e del titolo Rai Way;
- (ii) esaminato il Prospetto Informativo relativo all'offerta pubblica di vendita e all'ammissione a quotazione sul Mercato Telematico Azionario organizzato e gestito da Borsa Italiana S.p.A. di azioni ordinarie di Rai Way;
- (iii) esaminato talune informazioni economico-finanziarie a disposizione del pubblico relative al settore in cui l'Emittente opera e ad alcune altre società attive in settori comparabili;
- (iv) esaminato i prezzi obiettivo (c.d. *target price*), nonché i relativi intervalli di valutazione e le proiezioni finanziarie ("Consensus") relative all'Emittente pubblicate da analisti di ricerca che si occupano dell'Emittente;
- (v) confrontato i termini finanziari dell'Offerta, così come proposti, con i termini finanziari di pubblico dominio di talune operazioni riguardanti società ritenute rilevanti, nonché con il corrispettivo pagato per tali società;
- (vi) confrontato i risultati finanziari e operativi dell'Emittente con informazioni di pubblico dominio relative a talune altre società ritenute rilevanti, ed esaminato i corsi azionari attuali e passati delle Azioni, nonché quelli relativi ad altre società.

Si segnala che il processo valutativo, con riferimento a Rai Way, ha presentato altresì le seguenti limitazioni e difficoltà:

- (a) non è stata effettuata alcuna attività di *due diligence* su dati non pubblici dell'Emittente;
- (b) le previsioni, le proiezioni economico-finanziarie e le altre informazioni utilizzate ai fini della valutazione, che sono derivate dal Consensus elaborato dagli analisti di ricerca che si occupano dell'Emittente, non sono state formalmente approvate dal *management* dell'Emittente; e
- (c) la limitata confrontabilità di società con azioni quotate similari all'Emittente, che operano in mercati geografici diversi e aventi differenti dimensioni del volume di affari, nonché differenti profili di crescita, di redditività e di rischio.

Nello svolgimento delle proprie analisi, il Consiglio di Amministrazione ha fatto ricorso ai metodi di valutazione che ha ritenuto necessari o appropriati (il tutto come meglio descritto di seguito). Il Consiglio ha fatto affidamento e assunto l'accuratezza e completezza di tutte le informazioni a disposizione del pubblico, o altrimenti esaminate. Il Consiglio di Amministrazione non ha svolto né ha ricevuto valutazioni o perizie circa le attività e le passività, né ha svolto alcuna valutazione in merito alla solvibilità dell'Emittente ai sensi di qualsivoglia norma di legge in tema di fallimento, procedure concorsuali o istituti analoghi. Nel fare affidamento su analisi finanziarie,



proiezioni, ipotesi e previsioni dagli analisti di ricerca che si occupano dell'Emittente o da queste derivate il Consiglio di Amministrazione ha assunto che esse siano state predisposte secondo ragionevolezza, sulla base di ipotesi che riflettano le migliori stime attualmente disponibili e i giudizi del *management* dell'Emittente in merito ai risultati operativi attesi e alle condizioni finanziarie delle società e dei settori di attività cui tali analisi, proiezioni, ipotesi o stime si riferiscono.

Per quanto attiene El Towers il Consiglio di Amministrazione non segnala difficoltà e limitazioni nell'ambito del processo di valutazione

* * * * *

Si riporta di seguito una breve rassegna delle metodologie di valutazione che è stato ritenuto opportuno adottare sia per l'Offerente sia per l'Emittente. Tale rassegna non deve considerarsi e non rappresenta una descrizione esaustiva di tutte le approfondite analisi svolte.

Metodologie di valutazione adottate

Nei successivi paragrafi vengono sinteticamente descritte la metodologia principale di valutazione e le metodologie di valutazione di controllo adottate nonché la loro applicazione.

3.1 Valutazione azioni El Towers

Ai fini della determinazione del prezzo di emissione dell'Aumento di Capitale ("Prezzo di Emissione") delle azioni El Towers, il Consiglio di Amministrazione ha adottato quale metodologia principale la quotazione del titolo stesso. In particolare, il Consiglio ha proceduto a un'analisi dell'andamento del titolo El Towers, tenuto conto delle specifiche caratteristiche della Società e, in particolare, del grado di volatilità del titolo.

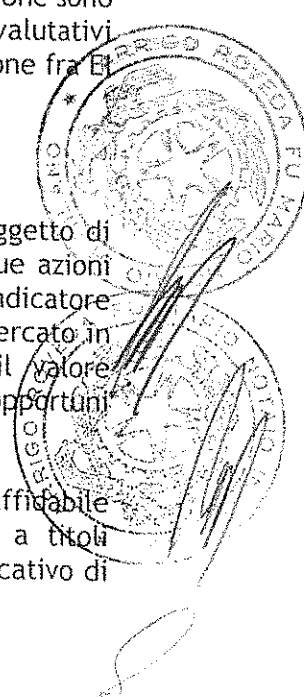
I risultati forniti dal metodo principale sono stato sottoposti a controllo attraverso l'applicazione di criteri finanziari e di metodologie di mercato alternative al metodo principale.

Le scelte degli Amministratori in sede di determinazione del Prezzo di Emissione sono state guidate, oltre che da aspetti di natura tecnica legati ai metodi valutativi applicati, anche dalla significativa creazione di valore attesa dall'integrazione fra El Towers e Rai Way.

3.1.1. Metodologia principale: valori di borsa

Il metodo delle quotazioni di borsa consiste nel riconoscere alla società oggetto di valutazione un valore pari a quello attribuitole dal mercato nel quale le sue azioni sono trattate, individuando negli effettivi prezzi espressi dal mercato un indicatore del valore del capitale economico. Tale criterio ipotizza l'efficienza del mercato in cui l'azienda è quotata e si traduce nella possibilità di identificare il valore economico della stessa con il valore espresso dai corsi borsistici, rilevati in opportuni periodi temporali.

Il corso azionario di un titolo può essere infatti considerato un indicatore affidabile del valore del capitale economico, qualora le quotazioni si riferiscano a titoli caratterizzati da (i) un livello significativo di flottante, (ii) un livello significativo di



volumi scambiati, e (iii) una ridotta volatilità.

La tabella di seguito riportata evidenzia le medie di prezzo ponderate per i volumi di El Towers in vari periodi di riferimento:

	Prezzo El Towers
1 giorno (23 febbraio 2015)	€45,83
Media 1 settimana	€45,17
Media 1 mese	€44,42
Media 3 mesi	€42,77
Media 6 mesi	€41,39

Fonte: Factset al 23 febbraio 2015

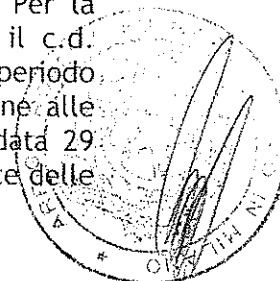
Nelle specifiche circostanze, il Consiglio di Amministrazione ha ritenuto che il prezzo di borsa dell'azione ordinaria El Towers rilevato il giorno precedente la presente relazione possa essere rappresentativo del valore del capitale economico di El Towers. Lo stesso risulta infatti superiore rispetto alle medie storiche e non influenzato dai potenziali effetti di mercato dell'annuncio dell'operazione, essendo ad esso antecedente. Esso peraltro riflette, a giudizio degli Amministratori, il valore fondamentale di El Towers ai fini dell'Aumento di Capitale.

3.1.2. Metodologie di controllo:

3.1.2.1 Flussi di Cassa Operativi Scontati (Discounted Unlevered Cash Flow)

La metodologia dei Flussi di Cassa Operativi Scontati (*Discounted Cash Flow*) si basa sull'apprezzamento dei flussi di cassa operativi futuri della società oggetto di stima. I *cash flows* sono definiti come la cassa generata dalle attività operative e disponibile ai prestatori di capitale (debito e capitale proprio) dopo il reinvestimento nelle attività operative della Società oggetto di valutazione.

Nell'applicazione della metodologia *Discounted Cash Flow* sono state utilizzate le proiezioni economico-finanziarie derivate dal Piano Economico-Finanziario di El Towers, come comunicato al mercato in data 29 settembre 2014, modificate conservativamente sotto il profilo dei capex, nelle specifiche circostanze. Per la valutazione dei flussi di cassa oltre il periodo esplicito è stato stimato il c.d. *terminal value*, che tiene in considerazione ipotesi di crescita di lungo periodo (intervallo intorno all'1%) e il WACC (come di seguito definito). In relazione alle principali linee guida del piano si rinvia al comunicato stampa emesso in data 29 settembre 2014 e si conferma, come meglio descritto nel seguito che alla luce delle previsioni di pre-chiusura, ad oggi i risultati previsionali risultano confermati.



Nella determinazione del costo medio ponderato del capitale (*Weighted Average Cost of Capital*, "WACC") utilizzato quale tasso di attualizzazione, è stato preso in considerazione il profilo di rischio del settore. È stata inoltre ipotizzata una struttura del capitale coerente con l'indebitamento lordo ultimo riportato dall'Offerente. Sulla base della metodologia *Capital Asset Pricing Model*, il WACC è quindi stato stimato in un intervallo intorno al 6%.

Di seguito si riporta il valore dell'azione Ei Towers determinata come sopra descritto:

Valore per Azione Ei Towers (approssimato al primo decimale su base DCF)

€48 - €61

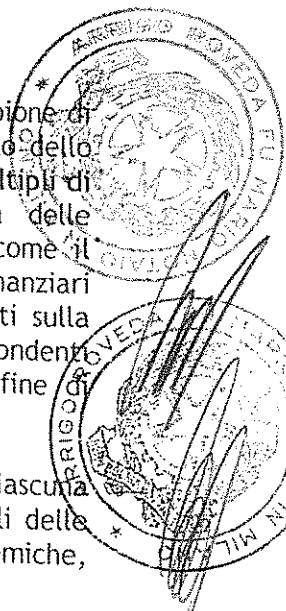
Occorre rilevare che la componente azionaria dell'Offerta - consistente, come già indicato, nello scambio di n. 0,03 azioni ordinarie Ei Towers per ciascuna azione ordinaria Rai Way - non prevede il trasferimento del controllo di Ei Towers. Tale circostanza ha quindi portato gli Amministratori all'adozione di criteri in grado di esprimere valori al netto di premi di controllo o di maggioranza in via diretta, ossia senza l'applicazione di rettifiche, quale nella fattispecie il metodo delle quotazioni di borsa. In questa prospettiva, i risultati rivenienti dall'applicazione del metodo del *Discounted Cash Flow* necessiterebbero comunque di rettifiche al fine di fornire indicazioni di valore per quote minoritarie. L'entità di tali rettifiche, non essendo corroborata da dati statistici univoci, introduce in genere un significativo grado di soggettività nel processo valutativo. Alla luce di tali considerazioni, gli Amministratori hanno utilizzato il metodo finanziario quale mero termine di raffronto al fine di ottenere indicazioni di massima circa l'affidabilità dei risultati ottenuti dal metodo principale.

D'altra parte lo scostamento fra i valori di base del metodo di controllo, come sopra descritto, ed il metodo principale, basato sul valore di borsa, è pari al 5%, che si colloca in un ambito di ragionevolezza, nelle specifiche circostanze.

3.1.2.2 Multipli di operazioni precedenti

Il metodo dei multipli di operazioni precedenti si basa sull'analisi di un campione di operazioni poste in essere in un determinato periodo temporale nell'ambito dello stesso settore di attività in cui opera l'emittente oggetto di valutazione ("Multipli di Operazioni"). Ai fini dell'applicazione della metodologia, per ognuna delle operazioni selezionate è stato derivato un set di c.d. multipli, calcolati come il rapporto tra il valore dell'operazione in questione e alcuni indicatori finanziari considerati significativi. Una volta selezionati i multipli considerati rilevanti sulla base del campione considerato, gli stessi sono stati applicati alle corrispondenti metriche economico-finanziarie dell'Offerente oggetto di valutazione, al fine di stimare il valore del capitale economico dell'impresa.

Occorre notare che il fattore temporale, le specificità locali e le sinergie di ciascuna operazione precedente hanno un impatto significativo sui sottostanti Multipli delle Operazioni. Occorre altresì considerare che differenti condizioni macroeconomiche,



cicli economici, transizioni al digitale e le dinamiche dell'Emittente, il *management* e il contesto di riferimento (tra gli altri fattori) possono portare a valutazioni molto diverse e non rilevanti per l'Offerente o per l'Operazione in questione.

Perciò, i Multipli di Operazioni selezionati devono essere visti come indicativi e a solo scopo di riferimento, poiché non è chiaro se le operazioni selezionate siano un concreto e rilevante termine di paragone dell'Offerta.

Sulla base delle considerazioni e limitazioni definite, sono state analizzate le seguenti operazioni precedenti: Brookfield/TDF France, NSZ/Antenna Hungaria, Alinda Capital Partners/Emitel, First State Investments/TDF Digita (Finland), DMT/EI Towers, Montagu/Emitel, TDF/TD Media&Broadcast e TDF/Antenna Hungaria.

Operazioni precedenti	Valore dell'Impresa/EBITDA ultimo riportato	Valore implicito per Azione EI Towers
Media	10,3x	€37,0
Massimo	11,9x	€43,2
Minimo	8,9x	€31,5

Fonte: Factset al 23 febbraio 2015, documenti aziendali

Nota: EBITDA di riferimento di EI Towers stimato per i 12 mesi precedenti il 28 febbraio 2015

Il metodo di controllo come sopra illustrato conferma la ragionevolezza del metodo principale.

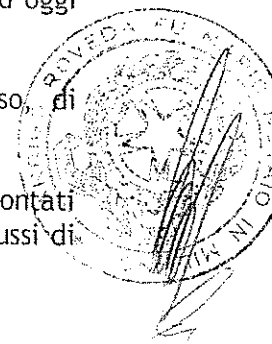
3.2 Valutazione Azioni Rai Way

3.2.1 Metodologia principale: Flussi di Cassa Operativi Scontati (Discounted Unlevered Cash Flow)

Le azioni Rai Way sono state valutate sulla base del valore implicito dell'Offerta e del Prezzo di Emissione delle nuove azioni di EI Towers. Tale valore ricade entro un *range* ragionevole suffragato dal metodo di seguito descritto. Il metodo dei Flussi di Cassa Operativi Scontati si fonda su:

- prevedibilità e visibilità sui flussi di cassa dell'Emittente, dovuti alla natura a lungo termine dei suoi contratti;
- tasso di crescita di lungo periodo allineato con il tasso di inflazione, ad oggi stimato nell'intorno dell'1%;
- manca di validi riferimenti di mercato, oltre all'Offerente stesso, di società o transazioni comparabili.

Come già descritto in precedenza, il metodo dei Flussi di Cassa Operativi Scontati (*Discounted Unlevered Cash Flow*) consente di valutare il valore attuale dei flussi di



cassa operativi futuri stimati. La generazione di cassa è definita come la cassa generata dalle attività operative e disponibile ai prestatori di capitale (debito e capitale proprio) dopo il reinvestimento nelle attività operative dell'Emittente stessa - ossia prima degli interessi e dei dividendi ma al netto delle tasse.

Nell'applicazione della metodologia dei Flussi di Cassa Operativi Scontati (*Discounted Unlevered Cash Flow*) sono state analizzate proiezioni economico-finanziarie derivate a partire dal Consensus per il periodo 2014-2016 e poi estrapolate fino a coprire un periodo complessivo di dieci anni (2014-2024). Per la valutazione dei flussi di cassa che vanno oltre tale periodo è stato stimato il c.d. *terminal value* che tiene in considerazione delle ipotesi di crescita di lungo periodo (intervallo intorno all'1%) e il WACC, conformemente alla metodologia di Gordon.

Nella determinazione del WACC utilizzato quale tasso di sconto, è stato preso in considerazione il profilo di rischio del settore. È stata inoltre ipotizzata una struttura del capitale coerente con l'indebitamento lordo ultimo riportato dall'Offerente. Sulla base della metodologia *Capital Asset Pricing Model*, il WACC è quindi stato stimato in un intervallo intorno al 6%.

Fatti salvi i fattori, le ipotesi e le limitazioni descritte nei precedenti paragrafi, la tabella che segue riassume i risultati ottenuti a seguito dell'utilizzo della metodologia di valutazione dei Flussi di Cassa Operativi Scontati.

Valore per Azione Rai Way (approssimato al primo decimale su base DCF)

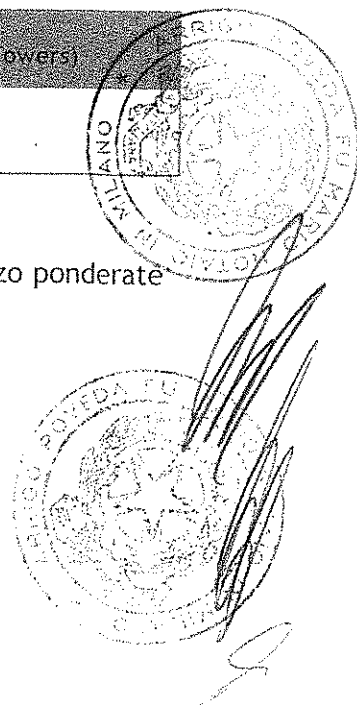
€3,9 - €4,9

Sulla base del Corrispettivo offerto pari a Euro 3,13 per azione Rai Way e 0,03 azioni EI Towers di nuova emissione, il Valore per Azione Rai Way implicito nel valore DCF EI Towers è il seguente:

Valore implicito per Azione Rai Way (approssimato al primo decimale su base DCF EI Towers)

€4,6 - €5,0

Si riporta di seguito il corrispettivo implicito sulla base di medie di prezzo ponderate per i volumi di EI Towers in vari periodi di riferimento



	Prezzo El Towers	Valore implicito per Azione Rai Way
1 giorno (23 febbraio 2015)	€45,83	€4,50
Media 1 settimana	€45,17	€4,49
Media 1 mese	€44,42	€4,46
Media 3 mesi	€42,77	€4,41

Fonte: Factset al 23 febbraio 2015

3.2.2 Metodologie di controllo

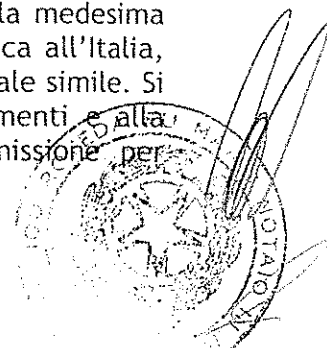
Al fine di controllare i risultati della metodologia di valutazione principale (Flussi di Cassa Operativi Scontati) il Corrispettivo è stato confrontato con i risultati derivanti da ulteriori metodologie, descritte di seguito, ipotizzando a riferimento il prezzo delle azioni ordinarie El Towers del giorno 23 febbraio 2015, che come già descritto coincide con il Prezzo di Emissione.

3.2.2.1 Multipli di Mercato

Il metodo dei multipli di mercato è basato sull'analisi delle quotazioni di borsa di un campione di società considerate comparabili a quella oggetto di valutazione (i "Multipli di Mercato"). Per l'applicazione della metodologia, per ognuna delle operazioni selezionate, è stato derivato un set di c.d. multipli, calcolati come il rapporto tra il valore dell'operazione in questione e alcuni indicatori finanziari considerati significativi. I multipli considerati rilevanti sulla base del campione considerato sono stati applicati alle corrispondenti metriche finanziarie dell'Emittente per calcolare il valore intrinseco del capitale e dell'impresa.

I multipli considerati maggiormente significativi sono stati individuati sulla base delle caratteristiche proprie del settore, prassi di mercato e della maggiore comparabilità delle rispettive metriche economico-finanziarie tra le società che fanno parte del campione di riferimento. È stato quindi considerato il rapporto Valore dell'Impresa/EBITDA, il multiplo del Valore dell'Impresa/(EBITDA - Investimenti ordinari in immobilizzazioni) e prezzo/utile.

Il confronto con tali multipli dell'Emittente è stato condotto applicando - sulla base di considerazioni qualitative circa la significatività dei multipli ottenuti e del profilo di crescita simile dell'Offerente e dell'Emittente nonché della mancanza di *due diligence* sulla crescita attesa negli anni successivi - gli intervalli selezionati alle proiezioni finanziarie per l'esercizio 2015. Peraltro El Towers è l'unica società Europea di torri *broadcasting* quotata oltre all'Emittente e, dunque, la società maggiormente comparabile con l'Emittente sia l'Offerente stesso, per la medesima esposizione alle trasmissioni televisive, per l'esposizione macroeconomica all'Italia, per l'esposizione sostanzialmente mono-cliente in un impianto contrattuale simile. Si rilevano anche alcune differenze con riferimento ai maggiori investimenti e alla maggiore esposizione al rischio tecnologico delle antenne di trasmissione per l'Emittente.



Sulla base delle considerazioni e limitazioni definite sopra, si riportano di seguito i Multipli di Mercato attuali dell'Offerente e dell'Emittente al Corrispettivo (ovvero ricalcolando il valore economico del capitale di Rai Way sulla base della valorizzazione del Corrispettivo):

Multiplo 2015 atteso	El Towers	Rai Way (al Corrispettivo)
Valore dell'Impresa/EBITDA	12,2x	12,0x
Valore dell'Impresa/(EBITDA-Capex)	13,7x	15,6x
Prezzo/utile	31,2x	32,3x

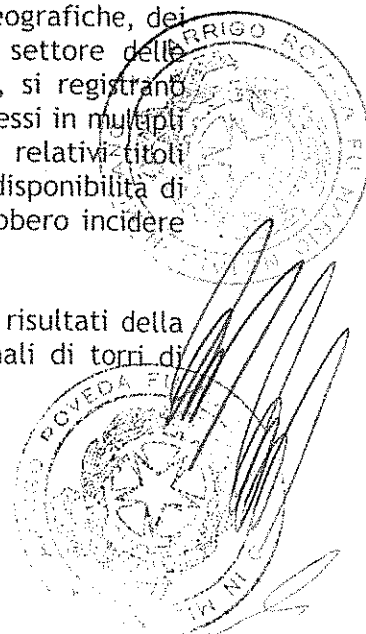
Fonte: Factset al 23 febbraio 2015, documenti aziendali
Nota: Capex escludono le componenti straordinarie

Ferme restando le considerazioni, ipotesi e limitazioni descritte nei precedenti paragrafi, nella tabella che segue vengono sintetizzate le valorizzazioni implicite di Rai Way ipotizzando lo stesso multiplo di Mercato di El Towers.

2015 atteso	Valore implicito per Azione Rai Way
Valore dell'Impresa/EBITDA	€4,6
Valore dell'Impresa/(EBITDA-Capex)	€3,9
Prezzo/utile	€4,3

Sono stati anche presi in considerazione altri operatori quotati di torri di trasmissione: tra gli altri, American Tower, SBA Communications, Crown Castle, Sarana Menara Nusantara, Tower Bersama, Solusi Tunas Pratama, Bharti Infratel. Bisogna altresì notare che data l'influenza delle diverse esposizioni geografiche, dei regimi di tassazione e del settore di esposizione (ad esempio il settore delle trasmissioni televisive o telefoniche) in cui tali imprese sono attive, si registrano diversi profili di redditività e crescita di tali altre società che sono riflessi in multipli di valutazione particolarmente disomogenei. Inoltre, la liquidità dei relativi titoli azionari, la copertura da parte degli analisti finanziari (e dunque la disponibilità di stime di mercato condivise rilevanti) e altri fattori contingenti potrebbero incidere sulla significatività dei prezzi di borsa o dei multipli calcolati.

Conseguentemente, il Consiglio di Amministrazione ha ritenuto che i risultati della metodologia dei Multipli di Mercato applicati a operatori internazionali di torri di trasmissione non fossero rilevanti ai fini della presente analisi.



3.2.2.2 Multipli di operazioni precedenti

Il metodo dei multipli di operazioni precedenti si basa sull'analisi di un campione di operazioni poste in essere in un determinato periodo temporale nell'ambito dello stesso settore di attività in cui opera l'emittente oggetto di valutazione. Per l'applicazione della metodologia, per ognuna delle operazioni selezionate, è stato derivato un set di c.d. multipli, calcolati come il rapporto tra il valore dell'operazione in questione e alcuni indicatori finanziari considerati significativi. Una volta selezionati i multipli considerati rilevanti sulla base del campione considerato, gli stessi sono stati applicati alle corrispondenti metriche economico-finanziarie dell'Emittente oggetto di valutazione, per stimare il valore del capitale economico dell'impresa.

Occorre notare che il fattore temporale, le specificità locali e le sinergie di ciascuna operazione precedente hanno un impatto significativo sui sottostanti Multipli delle Operazioni. Occorre altresì considerare che differenti condizioni macroeconomiche, cicli economici, transizioni al digitale e le dinamiche dell'Emittente, il *management* e il contesto di riferimento (tra gli altri fattori) possono portare a valutazioni molto diverse e non rilevanti per l'Offerente o per l'Operazione in questione.

Perciò, i Multipli di Operazioni selezionati devono essere visti come indicativi e a solo scopo di riferimento, dato che non è chiaro se le operazioni selezionate siano un concreto e rilevante termine di paragone dell'Offerta.

Sulla base delle considerazioni e limitazioni definite, sono state analizzate le seguenti operazioni precedenti: Brookfield/TDF France, NSZ/Antenna Hungaria, Alinda Capital Partners/Emitel, First State Investments/TDF Digita (Finland), DMT/EI Towers, Montagu/Emitel, TDF/TD Media&Broadcast e TDF/Antenna Hungaria.

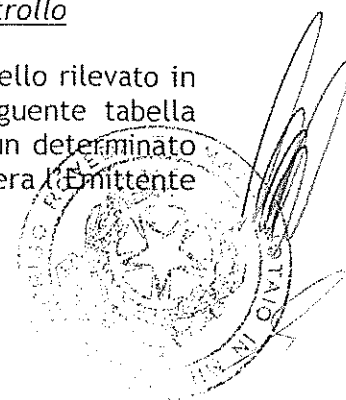
Operazioni precedenti	Valore dell'Impresa/EBITDA ultimo riportato	Valore implicito per Azione Rai Way
Media	10,3x	€3,7
Massimo	11,9x	€4,4
Minimo	8,9x	€3,2

Fonte: documenti aziendali, comunicati stampa, analisti di ricerca

Nota: EBITDA di riferimento di Rai Way stimato per i 12 mesi precedenti il 28 febbraio 2015

3.2.2.3 Premi delle OPA precedenti e operazioni di acquisto del controllo

Il premio implicito nel Corrispettivo è stato confrontato rispetto a quello rilevato in un campione di operazioni precedenti in Italia e all'estero. La seguente tabella riporta una sintetica analisi di tutte le operazioni poste in essere in un determinato periodo temporale nell'ambito dello stesso settore di attività in cui opera l'Emittente e regione geografica.



Mediana	Giorno precedente	1 mese
Premio per Rai Way	22,0%	26,4%
Italia - tutti i settori (ultimi 10 anni)	15,4%	21,6%
Italia - tutti i settori (ultimi 2 anni)	21,0%	22,3%
EMEA - Settore Telecomunicazioni, Media, Technology (3 anni)	25,8%	32,8%
EMEA - Tutti i settori (operazioni >US\$1mld, 3 anni)	18,6%	27,9%

Fonte: documenti aziendali, Factset, comunicati stampa, articoli di giornale

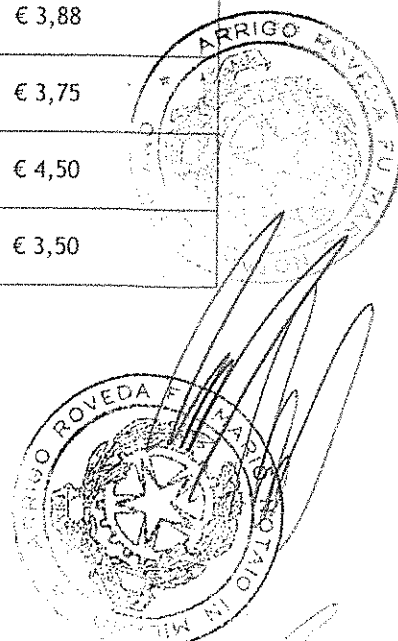
Nota: Nel calcolo dei premi EMEA sono prese in considerazione esclusivamente le operazioni strategiche e pagate interamente in contanti (senza concambio azionario). I premi italiani sono calcolati considerando solo le OPA su aziende quotate il cui valore risulta essere superiore a €100 milioni.

3.2.2.4 Analisi dei prezzi obiettivo

Il Corrispettivo è stato confrontato rispetto ai prezzi obiettivo degli analisti finanziari. Tali prezzi esprimono generalmente l'aspettativa di valore del titolo Rai Way a 12 mesi e sono derivati da molteplici metodologie valutative a discrezione del singolo analista di ricerca.

Analista	Data	Prezzo obiettivo
Broker 1	9 febbraio 2015	€ 4,20
Broker 2	29 gennaio 2015	€ 3,70
Broker 3	26 gennaio 2015	€ 3,88
Broker 4	30 dicembre 2014	€ 3,75
Broker 5	30 dicembre 2014	€ 4,50
Broker 6	30 dicembre 2014	€ 3,50

Fonte: Analisti di ricerca



4. VALUTAZIONE DEI BENI OGGETTO DEL CONFERIMENTO DI CUI ALLA RELAZIONE DI STIMA AI SENSI DEGLI ARTT. 2343-TER E 2440 COD. CIV.

Ai fini dell'Aumento di Capitale mediante conferimento in natura delle azioni ordinarie Rai Way, il Consiglio di Amministrazione di El Towers ha deciso, ai sensi dell'art. 2440, comma 2, cod. civ., di avvalersi della disciplina di cui agli artt. 2343-ter e 2343-quater cod. civ. per la stima delle azioni ordinarie Rai Way oggetto di conferimento.

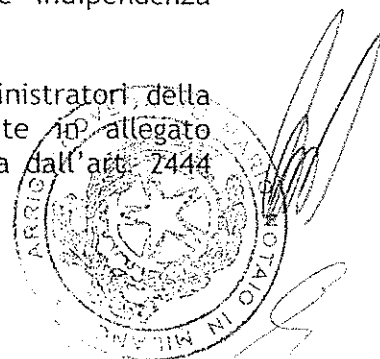
Tale disciplina, in particolare, consente di non richiedere la perizia giurata di stima dei beni conferiti ad opera di un esperto nominato dal Tribunale nel cui circondario ha sede la società conferitaria, qualora il valore attribuito ai beni in natura conferiti, ai fini della determinazione del capitale sociale e dell'eventuale sovrapprezzo, sia pari o inferiore al valore risultante da una valutazione effettuata da un esperto indipendente da chi effettua il conferimento, dalla società e dai soci che esercitano individualmente o congiuntamente il controllo sul soggetto conferente o sulla società medesima, nonché dotato di adeguata e comprovata professionalità (art. 2343-ter, comma 2, lett. b), cod. civ.).

Il Consiglio di Amministrazione di El Towers ha dunque conferito al Prof. Mauro Bini, quale esperto indipendente ai sensi dell'art. 2343-ter comma 2, lett. b), cod. civ. l'incarico di emettere, in vista dell'Assemblea che delibererà l'Aumento di Capitale al servizio dell'Offerta, la propria valutazione delle azioni ordinarie Rai Way riferita alla data del 31 dicembre 2014. Tale valutazione verrà messa a disposizione nei termini e nelle forme previste dalla normativa vigente.

La disciplina prevista dagli artt. 2343-ter e 2343-quater cod. civ., prevede altresì che gli amministratori della società conferitaria (nel caso di specie El Towers) rilascino - entro il termine di trenta giorni dall'esecuzione del conferimento o, se successiva, dalla data di iscrizione nel registro delle imprese della delibera di aumento del capitale sociale - una dichiarazione contenente le informazioni di cui all'art. 2343-quater, comma 3, cod. civ., ossia:

- a) la descrizione dei beni oggetto di conferimento (nel caso di specie le azioni ordinarie Rai Way) per i quali non si è fatto luogo alla relazione di cui all'art. 2343, comma 1, cod. civ.;
- b) il valore attribuito a detti beni, la fonte di tale valutazione e, se del caso, il metodo di valutazione;
- c) la dichiarazione che tale valore è almeno pari a quello loro attribuito ai fini della determinazione del capitale sociale e dell'eventuale sovrapprezzo;
- d) la dichiarazione che non sono intervenuti fatti eccezionali o rilevanti che incidono sulla valutazione di cui alla lett. b);
- e) la dichiarazione di idoneità dei requisiti di professionalità e indipendenza dell'esperto di cui all'art. 2343-ter, comma 2, lett. b), cod. civ.

La dichiarazione in questione deve essere depositata dagli amministratori della società conferitaria presso il registro delle imprese competente ~~in allegato~~ all'attestazione che l'aumento di capitale è stato eseguito prevista dall'art. 2444 cod. civ.



Ai sensi dell'art. 2343-*quater*, comma 4, cod. civ., fino a quando la predetta dichiarazione non sia iscritta nel registro delle imprese, le azioni sono inalienabili e non possono essere assegnate ai sottoscrittori dell'aumento di capitale.

5. RIFLESSI TRIBUTARI DELL'OPERAZIONE SULLA SOCIETÀ

Il conferimento delle azioni ordinarie Rai Way eventualmente apportate all'Offerta a favore di EI Towers non ha impatti fiscali sulla Società ai fini delle imposte dirette.

6. INFORMAZIONI SUI RISULTATI DELL'ULTIMO ESERCIZIO CHIUSO E SULL'ANDAMENTO DELLA GESTIONE DELL'ESERCIZIO IN CORSO

I risultati economico-finanziari del 2014 sono positivi ed in linea con i piani aziendali, come descritto nella relazione dei primi nove mesi 2014, nonostante lo scenario macroeconomico del Paese rimanga caratterizzato da elementi di criticità.

Pur tenendo conto di tali elementi, grazie al miglioramento dell'attività core di ospitalità e servizi ai clienti televisivi nazionali ed agli operatori di telecomunicazioni mobili e grazie ai primi frutti da piccole acquisizioni, la performance operativa del Gruppo EI Towers sta procedendo in linea con i piani aziendali sia in termini di redditività operativa che di flusso di cassa.

Nei primi nove mesi 2014 i ricavi consolidati caratteristici si sono attestati ad Euro 174,8 milioni, in lieve incremento (+0,4%) rispetto allo stesso periodo dello scorso anno. La crescita dei ricavi, contrattualmente legati all'indice dei prezzi al consumo, incorpora anche la variazione di perimetro di consolidamento derivante dall'acquisizione di Sart, consolidata a partire dal 28 febbraio di quest'anno.

Il margine operativo lordo (EBITDA) esclusi componenti economici non ricorrenti pari ad Euro -0,3 milioni, è risultato di Euro 83,3 milioni (47,7% dei ricavi caratteristici ed in crescita del 3,3% rispetto al dato dell'anno precedente) e l'EBITDA al netto dei componenti economici non ricorrenti è pari ad Euro 83,0 milioni (Euro 80,3 milioni nei primi nove mesi 2013).

Le continue efficienze sulla struttura dei costi (in calo di Euro 3,4 milioni rispetto allo stesso periodo del 2013) hanno permesso di incrementare la marginalità dell'1,4% rispetto allo stesso periodo dell'anno scorso.

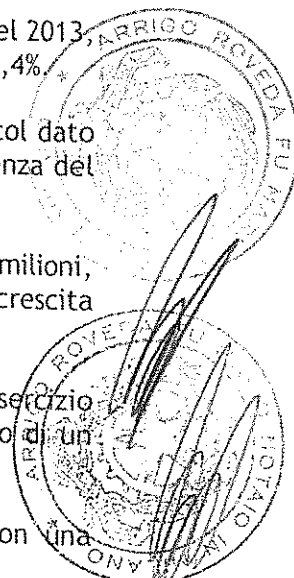
Il risultato operativo (EBIT), in crescita del 9,8% rispetto allo stesso periodo del 2013, ammonta ad Euro 51,4 milioni, con un'incidenza sui ricavi caratteristici del 29,4%.

Gli oneri finanziari netti per Euro 5,8 milioni sono sostanzialmente in linea col dato dei primi nove mesi 2013 e includono gli oneri relativi alla quota di competenza del prestito obbligazionario calcolata secondo il criterio del costo ammortizzato.

L'utile netto, dopo aver contabilizzato imposte di competenza per Euro 16,2 milioni, si è attestato ad Euro 29,3 milioni, pari al 16,8% dei ricavi caratteristici, in crescita rispetto al dato dei primi nove mesi del 2013 (Euro 26,3 milioni).

Sulla base delle informazioni ad oggi disponibili si confermano per l'intero esercizio 2014 gli obiettivi già comunicati al mercato, in particolare il raggiungimento di un EBITDA ante oneri non ricorrenti, pari a circa 110 milioni.

Dal punto di vista finanziario, si prevede di chiudere l'esercizio 2014 con una



posizione finanziaria netta inferiore a 100 milioni di Euro; il leverage ratio consolidato (Posizione Finanziaria Netta/EBITDA ante oneri non ricorrenti) si dovrebbe quindi attestare a circa 0,9.

Per quanto riguarda l'esercizio 2015, sulla base delle informazioni ad oggi disponibili si conferma un trend in linea con i Piani aziendali, i cui obiettivi sono già stati comunicati al mercato.

7. CONSORZI DI GARANZIA E/O DI COLLOCAMENTO ED EVENTUALI ALTRE FORME DI COLLOCAMENTO

L'Aumento di Capitale è a servizio di un'offerta pubblica di acquisto e scambio e, pertanto, non è previsto l'intervento di alcun consorzio di collocamento e/o garanzia.

8. COMPAGINE AZIONARIA DELLA SOCIETÀ A SEGUITO DELL'AUMENTO DI CAPITALE ED EFFETTI SU EVENTUALI PATTI PARASOCIALI

La compagine azionaria di El Towers e la percentuale di diluizione degli attuali azionisti ad esito dell'Aumento di Capitale dipendono dal numero di adesioni all'Offerta.

In caso di adesione integrale all'Offerta da parte degli azionisti di Rai Way, El Towers emetterà complessive n. 8.160.000 azioni ordinarie e la percentuale di diluizione degli attuali azionisti sarà pari al 22,4% del capitale sociale dell'Offerente post Offerta (al netto delle azioni proprie).

Sulla base delle informazioni disponibili, alla data odierna non risultano in essere patti parasociali ai sensi dell'art. 122 del TUF sulle azioni ordinarie El Towers.

9. PERIODO PREVISTO PER L'ESECUZIONE DELL'AUMENTO DI CAPITALE

Tenuto conto degli adempimenti previsti dalla normativa applicabile alle offerte pubbliche di acquisto e scambio, la Società intende dare esecuzione all'Aumento di Capitale, subordinatamente al rilascio delle autorizzazioni da parte delle competenti Autorità, entro il 31 dicembre 2015.

Trattandosi di aumento scindibile che potrà aver luogo anche in più tranches, ai sensi dell'art. 2439, comma 2, cod. civ., (i) il capitale sociale si intenderà aumentato di volta in volta in ragione dell'ammontare delle sottoscrizioni raccolte e (ii) l'aumento di capitale, ove non integralmente sottoscritto entro il 31 dicembre 2015, si intenderà limitato all'importo risultante dalle sottoscrizioni complessivamente effettuate entro il suddetto termine.

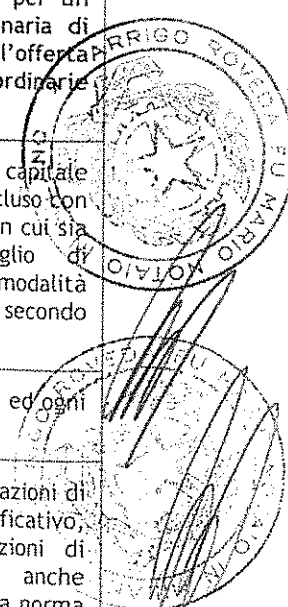
La tempistica dell'Aumento di Capitale potrà comunque subire modificazioni anche in relazione ai risultati dell'Offerta ed alla eventuale necessità di procedere agli adempimenti di cui all'art. 108, commi 1 e 2, del TUF.

11. MODIFICHE STATUTARIE

Qualora la proposta di Aumento di Capitale di cui alla presente relazione illustrativa sia approvata, sarà necessario procedere alla modifica e integrazione dell'art. 5 dello statuto sociale nei termini di seguito indicati.



Testo vigente	Testo proposto
Articolo 5 (Capitale sociale - Finanziamenti soci)	Articolo 5 (Capitale sociale - Finanziamenti soci)
A) Il capitale sociale è fissato in Euro 2.826.237,70 (duemilionioottocentoventiseimiladuecentotrentasette virgola settanta) suddiviso in numero 28.262.377 (ventottomilioniduecentosessantaduemilatrecento settantasette) azioni ordinarie da nominali 10 (dieci) centesimi di Euro cadauna.	Invariato.
	B) L'assemblea straordinaria del 27 marzo 2015 ha deliberato di approvare un aumento di capitale sociale scindibile, a pagamento, per un importo complessivo massimo di Euro 373.972.800,00 (comprensivo del sovrapprezzo), da eseguirsi in una o più volte, anche in più tranches, entro il 31 dicembre 2015, mediante emissione di n. 8.160.000 azioni ordinarie da nominali 10 (dieci) centesimi di Euro cadauna, con godimento regolare e aventi le stesse caratteristiche di quelle in circolazione alla data di emissione, con esclusione del diritto di opzione, ai sensi dell'art. 2441 comma 4, primo periodo, del cod. civ., da liberarsi mediante conferimento in natura delle azioni ordinarie Rai Way S.p.A. eventualmente portate in adesione all'offerta pubblica di acquisto e scambio promossa dalla Società in data 24 febbraio 2015, avente ad oggetto la totalità delle azioni ordinarie Rai Way S.p.A., per un corrispettivo per ciascuna azione ordinaria di Rai Way S.p.A. portata in adesione all'offerta pari a (i) Euro 3,13 e (ii) n. 0,03 azioni ordinarie di EI Towers S.p.A. di nuova emissione.
B) In caso di aumento a pagamento del capitale sociale, il diritto d'opzione può essere escluso con deliberazione dell'assemblea o, nel caso in cui sia stato a ciò delegato, del Consiglio di Amministrazione, nei limiti e con le modalità previsti dall'art. 2441 c.c., quarto comma, secondo periodo del codice civile.	BC) In caso di aumento a pagamento del capitale sociale, il diritto d'opzione può essere escluso con deliberazione dell'assemblea o, nel caso in cui sia stato a ciò delegato, del Consiglio di Amministrazione, nei limiti e con le modalità previsti dall'art. 2441 c.c., quarto comma, secondo periodo del codice civile.
C) Le azioni sono nominative, indivisibili ed ogni azione dà diritto ad un voto.	CD) Le azioni sono nominative, indivisibili ed ogni azione dà diritto ad un voto.
D) La società avrà la facoltà di emettere azioni di categorie diverse (quali, a titolo esemplificativo, azioni correlate, azioni privilegiate, azioni di risparmio, etc.) nonché obbligazioni, anche convertibili o "cum warrant", "warrants" a norma	DE) La società avrà la facoltà di emettere azioni di categorie diverse (quali, a titolo esemplificativo, azioni correlate, azioni privilegiate, azioni di risparmio, etc.) nonché obbligazioni, anche convertibili o "cum warrant", "warrants" a norma



di legge e con le modalità di legge.	di legge e con le modalità di legge.
E) I versamenti relativi alla liberazione delle azioni saranno richiesti dall'organo amministrativo nei termini e nei modi che reputerà convenienti, nel rispetto della vigente normativa.	EF) I versamenti relativi alla liberazione delle azioni saranno richiesti dall'organo amministrativo nei termini e nei modi che reputerà convenienti, nel rispetto della vigente normativa.
F) L'assemblea straordinaria può deliberare l'assegnazione di utili ai prestatori di lavoro dipendenti della società o di società controllate, mediante emissione di speciali categorie di azioni nei limiti e con le modalità previste dall'art. 2349 del cod. civ.	FG) L'assemblea straordinaria può deliberare l'assegnazione di utili ai prestatori di lavoro dipendenti della società o di società controllate, mediante emissione di speciali categorie di azioni nei limiti e con le modalità previste dall'art. 2349 del cod. civ.

Le modifiche dello statuto sociale sopra illustrate non configurano alcun diritto di recesso in capo ai soci che non avranno concorso alle deliberazioni oggetto della presente relazione illustrativa.

* * *

Alla luce di quanto sopra, il Consiglio di Amministrazione intende sottoporre alla Vostra approvazione la seguente proposta di delibera.

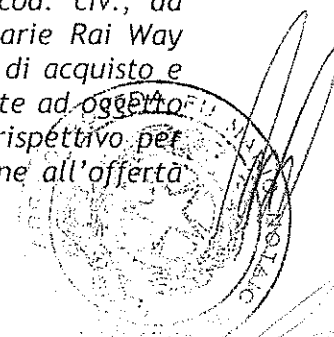
Proposta

"L'Assemblea Straordinaria degli azionisti di El Towers S.p.A.

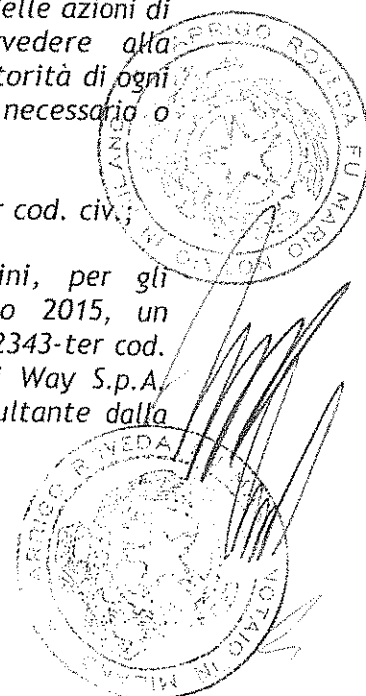
- *esaminata la Relazione del Consiglio di Amministrazione e la proposta ivi formulata;*
- *preso atto: (i) del parere sulla congruità del prezzo di emissione delle azioni El Towers S.p.A. di nuova emissione espresso, ai sensi dell'art. 2441, comma 6, cod. civ. e dell'art. 158 del d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58, dalla società di revisione Deloitte & Touche S.p.A.; (ii) della relazione predisposta dall'esperto indipendente Prof. Mauro Bini ai sensi degli artt. 2440, comma 2, e 2343-ter cod. civ.; e (iii) dell'attestazione del Collegio Sindacale che il capitale sociale di Euro 2.826.237,70 è interamente sottoscritto, versato ed esistente;*

delibera

- 1) *di approvare la proposta di aumento di capitale, a pagamento, in via scindibile per un importo complessivo massimo di Euro 373.972.800,00 (comprensivo del sovrapprezzo), da eseguirsi in una o più volte, anche in più tranche, mediante emissione di n. 8.160.000 azioni ordinarie dal valore nominale Euro 0,10, con godimento regolare e aventi le stesse caratteristiche di quelle in circolazione alla data di emissione, con esclusione del diritto di opzione, ai sensi dell'art. 2441 comma 4, primo periodo, cod. civ., da liberarsi mediante conferimento in natura delle azioni ordinarie Rai Way S.p.A. eventualmente portate in adesione all'offerta pubblica di acquisto e scambio promossa dalla Società in data 24 febbraio 2015, avente ad oggetto la totalità delle azioni ordinarie Rai Way S.p.A., per un corrispettivo per ciascuna azione ordinaria di Rai Way S.p.A. portata in adesione all'offerta*



- pari a (i) Euro 3,13 e (ii) n. 0,03 azioni ordinarie di El Towers di nuova emissione;
- 2) di fissare al 31 dicembre 2015 il termine ultimo per dare esecuzione all'aumento di capitale e di stabilire che, ai sensi dell'art. 2439, comma 2, cod. civ., (i) il capitale sociale si intenderà aumentato di volta in volta in ragione dell'ammontare delle sottoscrizioni raccolte e (ii) l'aumento di capitale, ove non integralmente sottoscritto entro il 31 dicembre 2015, si intenderà limitato all'importo risultante dalle sottoscrizioni complessivamente effettuate entro il suddetto termine;
 - 3) di modificare l'art. 5 dello statuto sociale mediante l'inserimento di una nuova lett. B), con conseguente rinumerazione letterale dei successivi capoversi, secondo la formulazione di seguito indicata: "B) L'assemblea straordinaria del 27 marzo 2015 ha deliberato di approvare un aumento di capitale sociale scindibile, a pagamento, per un importo complessivo massimo di Euro 373.972.800,00 (comprensivo del sovrapprezzo), da eseguirsi in una o più volte, anche in più *tranche*, entro il 31 dicembre 2015, mediante emissione di n. 8.160.000 azioni ordinarie dal valore nominale di Euro 0,10 cadauna, godimento regolare, con esclusione del diritto di opzione, ai sensi dell'art. 2441 comma 4, primo periodo, del cod. civ., da liberarsi mediante conferimento in natura delle azioni ordinarie Rai Way S.p.A. eventualmente portate in adesione all'offerta pubblica di acquisto e scambio promossa dalla Società in data 24 febbraio 2015, avente ad oggetto la totalità delle azioni ordinarie Rai Way S.p.A., per un corrispettivo per ciascuna azione ordinaria di Rai Way S.p.A. portata in adesione all'offerta pari a (i) Euro 3,13 e (ii) n. 0,03 azioni ordinarie El Towers S.p.A. di nuova emissione.";
 - 4) di conferire al Consiglio di Amministrazione e per esso agli Amministratori Delegati, anche disgiuntamente fra loro e con facoltà di subdelega, ogni più ampio potere per dare attuazione alle deliberazioni di cui sopra per il buon fine dell'operazione, ivi inclusi, a titolo meramente indicativo e non esaustivo, il potere per:
 - (i) predisporre e presentare ogni documento richiesto ai fini dell'esecuzione dell'aumento deliberato, anche ai sensi dell'art. 2444 cod. civ., nonché per adempiere alle formalità necessarie per procedere all'ammissione a quotazione sul Mercato Telematico Azionario organizzato e gestito da Borsa Italiana S.p.A. delle azioni di nuova emissione, ivi incluso il potere di provvedere alla predisposizione e alla presentazione alle competenti Autorità di ogni domanda, istanza, documento o prospetto allo scopo necessario o opportuno;
 - (ii) procedere agli adempimenti previsti dall'art. 2343-quater cod. civ.;
 - (iii) richiedere all'esperto indipendente, Prof. Mauro Bini, per gli eventuali conferimenti effettuati dopo il 30 giugno 2015, un aggiornamento della valutazione resa ai sensi dell'art. 2343-ter cod. civ. volto a confermare che il valore delle azioni Rai Way S.p.A. oggetto del conferimento sia almeno pari a quello risultante dalla precedente valutazione;



- (iv) *apportare alle deliberazioni adottate ogni modifica e/o integrazione che si rendesse necessaria e/o opportuna, anche a seguito di richiesta di ogni autorità competente ovvero in sede di iscrizione, e in genere, per compiere tutto quanto occorra per la completa esecuzione delle deliberazioni stesse, con ogni e qualsiasi potere a tal fine necessario e opportuno, nessuno escluso ed eccettuato, compreso l'incarico di depositare presso il competente Registro delle Imprese lo statuto sociale aggiornato con la modificazione del capitale sociale.*

* * *

24 febbraio 2015

Per il Consiglio di Amministrazione

Il Presidente



RELAZIONE DELLA SOCIETA' DI REVISIONE SUL PREZZO DI EMISSIONE DELLE AZIONI RELATIVE ALL'AUMENTO DI CAPITALE CON ESCLUSIONE DEL DIRITTO DI OPZIONE AI SENSI DELL'ART. 2441, QUARTO COMMA, PRIMO PERIODO E SESTO COMMA, DEL CODICE CIVILE, E DELL'ART. 158, PRIMO COMMA, D. LGS. 58/98

Agli Azionisti di
EI TOWERS S.p.A.

1. MOTIVO ED OGGETTO DELL'INCARICO

In relazione alla proposta di aumento di capitale sociale con esclusione del diritto di opzione ai sensi degli articoli 2441, quarto comma, primo periodo del Codice Civile e 158, primo comma, del D. Lgs. 58/98 ("TUIF"), abbiamo ricevuto dalla società EI TOWERS S.p.A. (di seguito "EI TOWERS" o la "Società" o l'"Offerente") la relazione del Consiglio di Amministrazione datata 24 febbraio 2015 ai sensi dell'art. 2441, sesto comma, del Codice Civile (di seguito la "Relazione degli Amministratori"), che illustra e motiva la suddetta proposta di aumento di capitale con esclusione del diritto d'opzione, indicando i criteri adottati dal Consiglio di Amministrazione per la determinazione del prezzo delle azioni di nuova emissione.

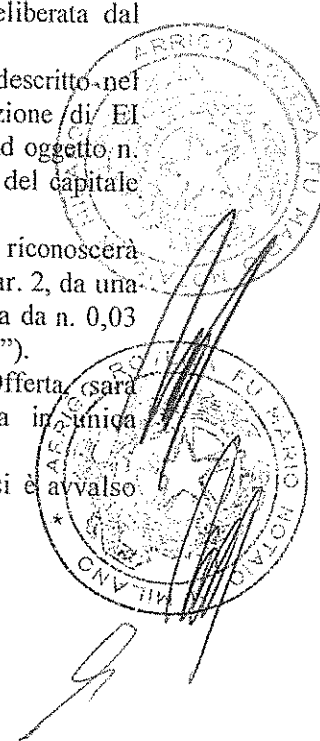
La proposta del Consiglio di Amministrazione, così come descritta nella Relazione degli Amministratori, ha per oggetto un'operazione di aumento del capitale sociale (di seguito anche l'"Aumento di Capitale") di EI TOWERS a pagamento e in via scindibile, per un importo massimo di Euro 373.972.800,00 (comprensivo del sovrapprezzo), da eseguirsi in una o più volte, anche in più *tranche*, da perfezionarsi mediante emissione di n. 8.160.000 nuove azioni ordinarie EI TOWERS del valore nominale unitario di Euro 0,10 ciascuna, da liberarsi ai sensi del quarto comma, primo periodo, dell'art. 2441 del Codice Civile, mediante conferimento in natura delle azioni ordinarie Rai Way portate in adesione all'offerta pubblica di acquisto e scambio (l'"Offerta" ed unitamente all'Aumento di Capitale l'"Operazione") deliberata dal Consiglio di Amministrazione di EI TOWERS del 24 febbraio 2015.

Secondo quanto riportato nella Relazione degli Amministratori, e come meglio descritto nel successivo paragrafo 2. Sintesi dell'Operazione, il Consiglio di Amministrazione di EI TOWERS in data 24 febbraio 2015 ha deliberato di promuovere l'Offerta avente ad oggetto n. 272.000.000 azioni ordinarie Rai Way (di seguito "Rai Way"), pari alla totalità del capitale sociale sottoscritto e versato di Rai Way.

Per ciascuna azione ordinaria Rai Way portata in adesione all'Offerta, l'Offerente riconoscerà agli azionisti un corrispettivo rappresentato, come meglio descritto al successivo par. 2, da una componente in contanti, pari a Euro 3,13 e da una componente azionaria, costituita da n. 0,03 azioni ordinarie EI TOWERS di nuova emissione (congiuntamente, il "Corrispettivo").

La proposta del suddetto aumento di capitale, ai fini dell'esecuzione dell'Offerta, sarà sottoposta all'approvazione dell'Assemblea Straordinaria della Società fissata in unica convocazione per il giorno 27 marzo 2015.

Nell'ambito dell'Operazione, il Consiglio di Amministrazione di EI TOWERS si è avvalso dell'attività di supporto di un Advisor esterno (di seguito l'"Advisor").



In riferimento all'Aumento di Capitale descritto, il Consiglio di Amministrazione di EI TOWERS ha richiesto alla nostra società di esprimere, ai sensi dell'art. 2441, quarto comma, primo periodo e sesto comma, del Codice Civile e dell'art. 158, primo comma, TUIF, il nostro parere sull'adeguatezza dei criteri proposti dagli Amministratori di EI TOWERS ai fini della determinazione del prezzo di emissione delle nuove azioni della Società (il "Prezzo di Emissione").

2. SINTESI DELL'OPERAZIONE

Al fine di fornire un utile inquadramento del contesto in cui si colloca l'Aumento di Capitale, si riporta di seguito una sintesi delle informazioni contenute nella Relazione degli Amministratori al riguardo.

Gli Amministratori indicano come la proposta di Aumento di Capitale si collochi nell'ambito dell'offerta pubblica di acquisto e scambio, deliberata dal Consiglio di Amministrazione stesso in data 24 febbraio 2015, avente ad oggetto la totalità delle azioni ordinarie emesse da Rai Way. Alla data di redazione della Relazione, il capitale sociale di Rai Way risulta detenuto nella misura del 65,07% da Rai - Radiotelevisione Italiana S.p.A. (di seguito anche "RAI") e per il 34,93% dal mercato.

Gli Amministratori indicano che, come già brevemente descritto nel precedente paragrafo, per ciascuna azione ordinaria Rai Way portata in adesione all'Offerta l'Offerente riconoscerà agli azionisti un Corrispettivo rappresentato da (a) una componente in contanti, pari a Euro 3,13 (corrispondente a circa il 69% della valorizzazione complessiva di ciascuna azione ordinaria Rai Way nell'ambito dell'Offerta), e (b) una componente azionaria, costituita da n. 0,03 azioni ordinarie EI TOWERS di nuova emissione (corrispondente a circa il 31% della valorizzazione complessiva di ciascuna azione ordinaria Rai Way nell'ambito dell'Offerta).

Gli Amministratori riferiscono, nel paragrafo 1.2 della loro Relazione, che l'Offerta è subordinata al verificarsi di ciascuna delle seguenti condizioni:

- (i) che l'Autorità Garante della Concorrenza e del Mercato approvi incondizionatamente, entro il secondo giorno di borsa aperta antecedente la data di pagamento del Corrispettivo, l'acquisizione del controllo di Rai Way da parte di EI TOWERS;
- (ii) che l'Assemblea Straordinaria di EI TOWERS convocata per il 27 marzo 2015 approvi la proposta di Aumento di Capitale;
- (iii) che l'Offerente venga a detenere (per effetto dell'Offerta o di acquisti effettuati al di fuori dell'Offerta ma nel rispetto delle applicabili disposizioni normative) una partecipazione pari almeno al 66,67% del capitale sociale di Rai Way;
- (iv) che, entro il quinto giorno di borsa aperta antecedente la chiusura del periodo di adesione all'Offerta, come eventualmente prorogato, il Ministero dello sviluppo economico autorizzi RAI a continuare lo svolgimento delle proprie attività inerenti il servizio pubblico avvalendosi di Rai Way anche successivamente all'acquisizione del controllo della stessa da parte di EI TOWERS. A tal fine, l'Offerente si è già impegnato a convenire adeguati strumenti negoziali che assicurino e garantiscano a RAI pieno titolo a disporre dei mezzi e delle risorse strumentali per l'espletamento delle prestazioni di servizio pubblico spettanti alla stessa RAI;
- (v) che alla data di pagamento del Corrispettivo non si siano verificati circostanze o eventi straordinari ovvero gravi mutamenti negativi nella situazione finanziaria, economica, valutaria, normativa o di mercato, a livello nazionale o internazionale, o altri eventi che abbiano effetti sostanzialmente pregiudizievoli sull'Offerta o sulla situazione finanziaria, patrimoniale o reddituale di Rai Way.

Al riguardo, gli Amministratori precisano altresì che l'Offerente potrà rinunciare a una o più condizioni di efficacia dell'Offerta ovvero modificarle, in tutto o in parte come previsto dalla normativa applicabile.



Nell'ambito della Relazione, gli Amministratori indicano altresì il trattamento previsto in sede di quotazione di Rai Way a favore degli azionisti di quest'ultima, destinatari degli incentivi al pubblico indistinto e degli incentivi ai dipendenti. In particolare, nell'ambito dell'offerta rivolta al pubblico indistinto e ai dipendenti del Gruppo RAI è stato, infatti, riconosciuto agli assegnatari delle azioni ordinarie Rai Way che manterranno, senza soluzione di continuità, la piena proprietà di tali azioni per dodici mesi dalla data di pagamento (ossia dal 19 novembre 2014), e sempre che le stesse azioni siano rimaste depositate presso un collocatore ovvero presso altre istituzioni aderenti a Monte Titoli (le "Azioni Rai Way Cum Azioni Gratuite"), il diritto a ricevere gratuitamente da RAI una azione ordinaria Rai Way ogni venti azioni assegnate nell'ambito dell'offerta al pubblico indistinto e una azione ordinaria Rai Way ogni dieci azioni assegnate nell'ambito dell'offerta rivolta ai dipendenti (le "Azioni Gratuite").

Nell'ambito dell'Offerta, EI TOWERS intende attribuire a tutti i possessori di Azioni Rai Way Cum Azioni Gratuite la facoltà di stipulare con l'Offerente un contratto di vendita a termine per effetto del quale, a una data immediatamente successiva al 19 novembre 2015, tutte le azioni ordinarie Rai Way detenute dagli azionisti che abbiano esercitato tale facoltà, incluse le Azioni Gratuite, saranno trasferite all'Offerente a fronte del pagamento del Corrispettivo.

Nella loro Relazione gli Amministratori precisano che:

- qualora (a) l'Assemblea Ordinaria dei soci di Rai Way, in sede di approvazione del bilancio relativo all'esercizio chiuso al 31 dicembre 2014, deliberi la distribuzione del dividendo eventualmente proposto dal Consiglio di Amministrazione di Rai Way e (b) il pagamento del dividendo intervenga prima della conclusione del periodo di adesione all'Offerta, il Corrispettivo verrà corrispondentemente ridotto, nei termini e con le modalità previste dalla normativa vigente;
- qualora (a) l'Assemblea Ordinaria dei soci dell'Offerente, in sede di approvazione del bilancio relativo all'esercizio chiuso al 31 dicembre 2014, deliberi la distribuzione del dividendo eventualmente proposto dal Consiglio di Amministrazione di EI TOWERS e (b) il pagamento del dividendo intervenga prima della conclusione del periodo di adesione all'Offerta, il Corrispettivo verrà corrispondentemente incrementato, nei termini e con le modalità previste dalla normativa vigente.

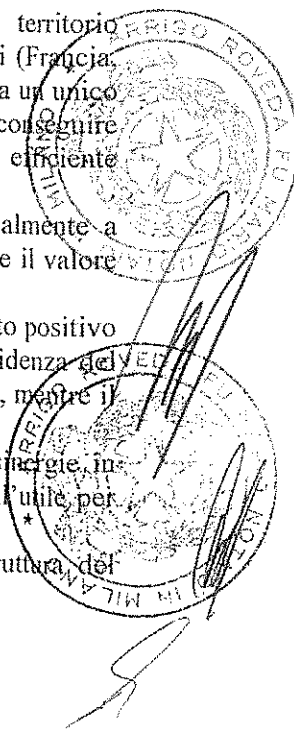
Secondo quanto riportato nella Relazione, gli Amministratori indicano che l'Operazione è finalizzata alla creazione di un grande operatore unico nazionale nel settore delle infrastrutture destinate all'ospitalità degli apparati televisivi e radiofonici, in grado di svolgere un ruolo rilevante anche nel settore delle telecomunicazioni. Gli Amministratori indicano poi che la creazione di un unico operatore consentirà di porre rimedio all'attuale situazione di inefficiente moltiplicazione infrastrutturale dovuta alla presenza di due grandi operatori sul territorio nazionale, ponendo così l'Italia a livello dei principali Paesi Europei industrializzati (Francia, Regno Unito, Spagna) nei quali le infrastrutture vengono gestite a livello nazionale da un unico operatore. Dalla prospettata integrazione EI TOWERS attende altresì di poter conseguire efficienze soprattutto in termini di graduale semplificazione infrastrutturale e di più efficiente approccio alla dimensione tecnologica.

Gli Amministratori indicano che la nuova realtà industriale, che verrebbe eventualmente a crearsi in caso di esito positivo dell'Operazione, potrebbe incrementare notevolmente il valore del servizio offerto ai clienti esistenti e potenziali.

Da un punto di vista finanziario, gli Amministratori sottolineano che all'eventuale esito positivo dell'Operazione il Gruppo EI TOWERS avrà ricavi più diversificati, dato che l'incidenza del Gruppo Mediaset sui ricavi passerebbe dal 77% al 41% (stime basate sui dati al 2013), mentre il Gruppo RAI diverrebbe il secondo cliente con il 39% (stime basate sui dati al 2013).

Inoltre, gli Amministratori indicano che l'Operazione potrà generare significative sinergie, in termini di ricavi e costi, efficienze nella spesa per investimenti ed effetti positivi sull'utile per azione e sul Free Cash Flow to equity per azione sin dal primo anno.

Infine, la Relazione sottolinea il fatto che il gruppo post Operazione avrà una struttura del capitale più efficiente ed in linea con gli altri operatori internazionali leader di settore.



Con specifico riferimento alle azioni EI TOWERS di nuova emissione –utilizzate quale parziale fonte di pagamento del Corrispettivo – gli Amministratori ritengono poi che la maggiore liquidità del titolo renderà l'investimento nel gruppo maggiormente appetibile, soprattutto per i grandi investitori istituzionali.

Ai fini dell'Aumento di Capitale, che come anticipato prevede il conferimento in natura delle azioni ordinarie Rai Way, il Consiglio di Amministrazione di EI TOWERS ha deciso, ai sensi dell'art. 2440, comma 2, cod. civ., di avvalersi della disciplina di cui agli artt. 2343-*ter* e 2343-*quater* cod. civ. per la stima delle azioni ordinarie Rai Way oggetto di conferimento.

Gli Amministratori riferiscono che tale disciplina consente di non richiedere la perizia giurata di stima dei beni conferiti ad opera di un esperto nominato dal Tribunale nel cui circondario ha sede la società conferitaria, qualora il valore attribuito ai beni in natura conferiti, ai fini della determinazione del capitale sociale e dell'eventuale sovrapprezzo, sia pari o inferiore al valore risultante da una valutazione effettuata da un esperto indipendente rispetto a chi effettua il conferimento, alla società e ai soci che esercitano individualmente o congiuntamente il controllo sul soggetto conferente o sulla società medesima, nonché dotato di adeguata e comprovata professionalità (art. 2343-*ter*, comma 2, lett. b), cod. civ.).

Il Consiglio di Amministrazione di EI TOWERS ha dunque conferito al Prof. Mauro Bini, quale esperto indipendente ai sensi dell'art. 2343-*ter* comma 2, lett. b), cod. civ. (l'“Esperto Indipendente”), l'incarico di emettere, in vista dell'Assemblea che delibererà l'Aumento di Capitale al servizio dell'Offerta, la propria valutazione delle azioni ordinarie Rai Way riferita alla data del 31 dicembre 2014. Gli Amministratori evidenziano nella loro Relazione che tale valutazione verrà messa a disposizione nei termini e nelle forme previste dalla normativa vigente.

3. NATURA E PORTATA DEL PRESENTE PARERE

Il presente parere di congruità, emesso ai sensi degli articoli 2441, sesto comma, del Codice Civile e 158, primo comma, del D. Lgs. 58/98, ha la finalità di rafforzare l'informativa a favore degli Azionisti esclusi dal diritto di opzione, ai sensi dell'art. 2441, quarto comma, primo periodo, del Codice Civile, in ordine alle metodologie adottate dagli Amministratori per la determinazione del prezzo di emissione delle azioni ai fini del previsto aumento di capitale.

Più precisamente, il presente parere di congruità indica i metodi seguiti dagli Amministratori per la determinazione del Prezzo di Emissione delle azioni e le eventuali difficoltà di valutazione dagli stessi incontrate ed è costituito dalle nostre considerazioni sull'adeguatezza, sotto il profilo della loro ragionevolezza e non arbitrarietà, nelle circostanze, di tali metodi, nonché sulla loro corretta applicazione.

Nell'esaminare i metodi di valutazione adottati dagli Amministratori, non abbiamo effettuato una valutazione economica della Società, che è stata svolta esclusivamente dagli Amministratori, né dei beni oggetto di conferimento, che rimane oggetto della valutazione ai sensi dell'art. 2343-*ter* comma 2, lett. b), dell'Esperto Indipendente nominato dalla Società.

4. DOCUMENTAZIONE UTILIZZATA

Nello svolgimento del nostro lavoro abbiamo ottenuto direttamente dalla Società i documenti e le informazioni ritenuti utili nella fattispecie. Più in particolare abbiamo ottenuto e analizzato la seguente documentazione:

- relazione illustrativa del Consiglio di Amministrazione del 24 febbraio 2015, predisposta ai sensi dell'art. 2441, sesto comma, del Codice Civile e dell'art. 72 del Regolamento Consob 11971/99;



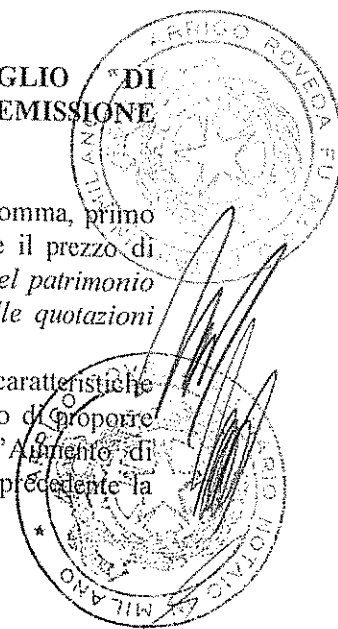
- verbale del Consiglio di Amministrazione del 24 febbraio 2015 che ha deliberato di approvare la proposta di Aumento di Capitale e la Relazione di cui sopra;
- statuto della Società, per le finalità di cui al presente incarico;
- documentazione di dettaglio predisposta dall'*Advisor* a supporto del Consiglio di Amministrazione;
- bilanci d' esercizio e consolidato di EI TOWERS al 31 dicembre 2013, da noi assoggettati a revisione legale, le cui relazioni di revisione sono state emesse in data 28 marzo 2014;
- relazione finanziaria semestrale al 30 giugno 2014 di EI TOWERS, da noi assoggettata a revisione contabile limitata, la cui relazione è stata emessa in data 28 luglio 2014;
- relazione intermedia di gestione al 30 settembre 2014 di EI TOWERS, non assoggettata a revisione;
- *business plan* del gruppo EI TOWERS relativo al periodo 2014-2018 ("Piano Economico-Finanziario"), approvato dal Consiglio di Amministrazione di EI TOWERS in data 29 settembre 2014;
- andamento dei prezzi di mercato delle azioni EI TOWERS registrate sul Mercato Telematico Azionario di Borsa Italiana negli orizzonti di osservazione definiti dagli Amministratori (6 mesi precedenti, 3 mesi precedenti, 1 mese precedente, 1 settimana precedente la data del 24 febbraio 2015) ed altre informazioni quali volatilità del titolo e volumi di scambio giornalieri;
- comunicato stampa del 24 febbraio 2015 relativo all'Operazione;
- elementi contabili, extracontabili e di tipo statistico, nonché ogni altra informazione ritenuta utile ai fini dell'espletamento del nostro incarico.

Abbiamo inoltre ottenuto specifica ed espressa attestazione, mediante lettera rilasciata dalla Società in data 6 marzo 2015, che, per quanto a conoscenza degli Amministratori e della Direzione di EI TOWERS, non sono intervenute variazioni rilevanti, né fatti e circostanze che rendano opportune modifiche significative ai dati e alle informazioni prese in considerazione nello svolgimento delle nostre analisi e/o che potrebbero avere impatti significativi sulle valutazioni.

5. METODI DI VALUTAZIONE ADOTTATI DAL CONSIGLIO DI AMMINISTRAZIONE PER LA DETERMINAZIONE DEL PREZZO DI EMISSIONE DELLE AZIONI

Nell'ipotesi di esclusione del diritto di opzione ai sensi dell'art 2441, quarto comma, primo periodo, del Codice Civile, il sesto comma del medesimo articolo statuisce che il prezzo di emissione delle azioni sia determinato dagli Amministratori "*in base al valore del patrimonio netto, tenendo conto, per le azioni quotate in borsa, anche dell'andamento delle quotazioni dell'ultimo semestre*".

Come riportato nella loro Relazione, gli Amministratori, in considerazione delle caratteristiche dell'Offerta e dell'Aumento di Capitale al servizio della stessa, hanno deliberato di proporre all'Assemblea che il Prezzo di Emissione delle nuove azioni rivenienti dall'Aumento di Capitale sia pari al prezzo di borsa delle azioni EI TOWERS rilevato nel giorno precedente la Relazione.



Più in particolare gli Amministratori, come rilevato al paragrafo 3.1 della loro Relazione, hanno determinato il Prezzo di Emissione identificando un metodo principale e taluni metodi di controllo secondo il procedimento di seguito descritto.

Ai fini della determinazione del Prezzo di Emissione dell'Aumento di Capitale delle azioni EI TOWERS, il Consiglio di Amministrazione ha adottato quale metodologia principale la quotazione del titolo stesso. In particolare, il Consiglio ha proceduto a un'analisi dell'andamento del titolo EI TOWERS, tenuto conto delle specifiche caratteristiche della Società e, in particolare, del grado di volatilità del titolo.

I risultati forniti dal metodo principale sono stati sottoposti a controllo attraverso l'applicazione di criteri finanziari e di metodologie di mercato alternative al metodo principale.

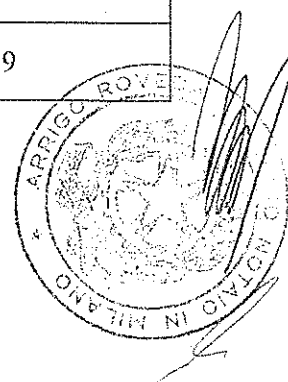
Al riguardo, gli Amministratori informano che nella scelta di determinazione del Prezzo di Emissione, oltre ad aspetti di natura tecnica fondati sui metodi valutativi, è stata da loro considerata anche la significativa creazione di valore attesa dall'integrazione fra EI TOWERS e Rai Way.

Metodo principale: quotazioni di borsa

Come rilevato dagli Amministratori, il metodo delle quotazioni di borsa consiste nel riconoscere alla società oggetto di valutazione un valore pari a quello attribuitole dal mercato nel quale le sue azioni sono trattate, individuando negli effettivi prezzi espressi dal mercato un indicatore del valore del capitale economico. Tale criterio ipotizza l'efficienza del mercato in cui l'azienda è quotata e si traduce nella possibilità di identificare il valore economico della stessa con il valore espresso dai corsi borsistici, rilevati in opportuni periodi temporali. Il corso azionario di un titolo può essere infatti considerato un indicatore affidabile del valore del capitale economico, qualora le quotazioni si riferiscano a titoli caratterizzati da (i) un livello significativo di flottante, (ii) un livello significativo di volumi scambiati, e (iii) una ridotta volatilità.

La tabella di seguito riportata evidenzia le medie di prezzo ponderate per i volumi di EI TOWERS in vari periodi di riferimento, presi in considerazione dagli Amministratori:

Prezzo EI TOWERS	
1 giorno (23 febbraio 2015)	€45,83
Media 1 settimana	€45,17
Media 1 mese	€44,42
Media 3 mesi	€42,77
Media 6 mesi	€41,39



Alla luce degli andamenti rilevati ed evidenziati nella precedente tabella, il Consiglio di Amministrazione ha ritenuto che il prezzo di borsa dell'azione ordinaria EI TOWERS rilevato il giorno precedente la Relazione sia da considerarsi rappresentativo del valore del capitale economico di EI TOWERS. Lo stesso risulta infatti superiore rispetto alle medie storiche e non influenzato dai potenziali effetti di mercato dell'annuncio dell'Operazione, essendo ad esso antecedente. Esso dunque riflette, a giudizio degli Amministratori, il valore fondamentale di EI TOWERS ai fini dell'Aumento di Capitale.

Metodo di controllo: Flussi di Cassa Operativi Scontati (Discounted Cash Flow)

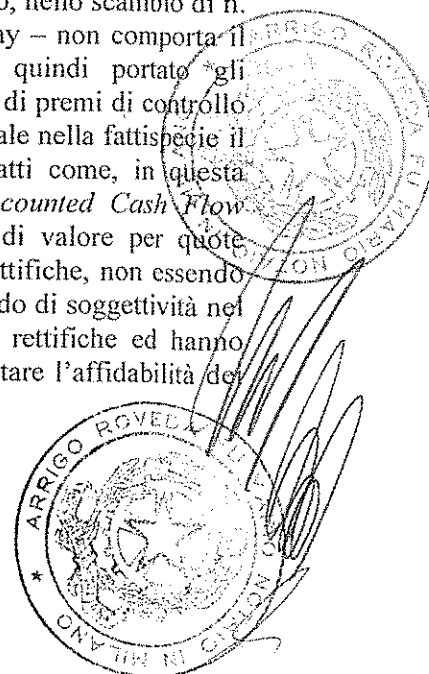
La metodologia dei Flussi di Cassa Operativi Scontati (*Discounted Cash Flow*) è stata adottata dagli Amministratori come primo metodo di controllo. Tale metodologia si basa sull'apprezzamento dei flussi di cassa operativi futuri della società oggetto di stima. I *cash flows* sono definiti come la cassa generata dalle attività operative e disponibile ai prestatori di capitale (debito e capitale proprio) dopo il reinvestimento nelle attività operative della società oggetto di valutazione.

Nell'applicazione della metodologia *Discounted Cash Flow* sono state utilizzate le proiezioni economico-finanziarie derivate dal Piano Economico-Finanziario di EI TOWERS, come comunicato al mercato in data 29 settembre 2014. Gli Amministratori hanno altresì stimato il *terminal value* che tiene in considerazione ipotesi di crescita di lungo periodo nell'intorno dell'1%, mentre il costo medio ponderato del capitale (*Weighted Average Cost of Capital*, "WACC") è stato determinato in un intervallo nell'intorno del 6%. Ai fini della sua determinazione gli Amministratori hanno preso in considerazione il profilo di rischio del settore. È stata inoltre ipotizzata una struttura del capitale coerente con l'indebitamento lordo ultimo riportato dalla Società.

Sulla base dei parametri sopra descritti, gli Amministratori hanno individuato il seguente intervallo di valori:

Valore per Azione EI TOWERS (approssimato al primo decimale su base DCF)
€48 – €61

A fronte di tali valori e dell'ampiezza del *range* identificato, gli Amministratori sottolineano come la componente azionaria dell'Offerta – consistente, come già indicato, nello scambio di n. 0,03 azioni ordinarie EI TOWERS per ciascuna azione ordinaria Rai Way – non comporta il trasferimento del controllo di EI TOWERS. Tale circostanza ha quindi portato gli Amministratori all'adozione di criteri in grado di esprimere valori al netto di premi di controllo o di maggioranza in via diretta, ossia senza l'applicazione di rettifiche, quale nella fattispecie il metodo delle quotazioni di borsa. Gli Amministratori evidenziano infatti come, in questa prospettiva, i risultati rivenienti dall'applicazione del metodo del *Discounted Cash Flow* necessiterebbero comunque di rettifiche al fine di fornire indicazioni di valore per quote minoritarie. A giudizio degli stessi la determinazione dell'entità di tali rettifiche, non essendo corroborata da dati statistici univoci, avrebbe richiesto un significativo grado di soggettività nel processo valutativo. Essi pertanto hanno ritenuto di non apportare tali rettifiche ed hanno utilizzato il metodo in parola quale strumento di controllo, al fine di valutare l'affidabilità dei risultati ottenuti dal metodo principale.



Al riguardo gli Amministratori rilevano che lo scostamento fra il limite inferiore espresso dal metodo di controllo, come sopra descritto, ed il metodo principale, basato sul valore di borsa, è pari al 5%, che essi ritengono collocarsi in un ambito di ragionevolezza nelle specifiche circostanze.

Metodo di controllo: multipli di operazioni precedenti

In aggiunta a quanto sopra, gli Amministratori hanno utilizzato, quale ulteriore metodo di controllo, quello dei multipli di operazioni precedenti. Detto metodo si basa sull'analisi di un campione di operazioni poste in essere in un determinato periodo temporale nell'ambito dello stesso settore di attività in cui opera l'emittente oggetto di valutazione ("Multipli di Operazioni"). Ai fini dell'applicazione della sopra citata metodologia, per ognuna delle operazioni selezionate sono stati derivati dei multipli, calcolati come il rapporto tra il valore dell'operazione in questione e alcuni indicatori finanziari considerati significativi dagli Amministratori. Una volta selezionati i multipli ritenuti rilevanti sulla base del campione considerato, gli stessi sono stati applicati alle corrispondenti metriche economico-finanziarie di EI TOWERS.

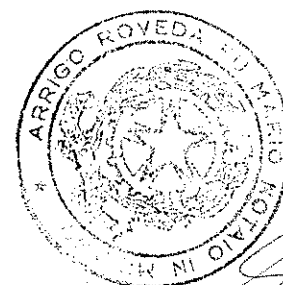
Con riferimento a tale metodologia, gli Amministratori sottolineano come il fattore temporale, le specificità locali e le sinergie di ciascuna operazione precedente possano avere un impatto significativo sui sottostanti multipli. Oltre a ciò, gli Amministratori evidenziano altre variabili che possono portare a valutazioni diverse e non rilevanti per EI TOWERS e per l'Operazione in questione.

In tale prospettiva i Multipli di Operazioni selezionati sono stati valutati dagli Amministratori come indicativi e a solo scopo di riferimento.

Ai fini dell'applicazione di tale metodo, gli Amministratori hanno analizzato le seguenti operazioni precedenti: Brookfield/TDF France, NSZ/Antenna Hungaria, Alinda Capital Partners/Emitel, First State Investments/TDF Digita (Finland), DMT/EI TOWERS, Montagu/Emitel, TDF/TD Media&Broadcast e TDF/Antenna Hungaria, che hanno portato ad identificare i parametri di riferimento ed il corrispondente valore implicito di EI TOWERS, come evidenziato nella tabella di seguito riportata:

Operazioni precedenti	Valore dell'impresa/EBITDA ultimo riportato	Valore implicito per Azione EI TOWERS
Media	10,3x	€37,0
Massimo	11,9x	€43,2
Minimo	8,9x	€31,5

Ferme restando le precedenti considerazioni, gli Amministratori ritengono che anche tale metodo di controllo sia atto a confermare la ragionevolezza della valutazione riveniente del metodo principale.



6. DIFFICOLTÀ DI VALUTAZIONE RICONTRATE DAL CONSIGLIO DI AMMINISTRAZIONE

Gli Amministratori non segnalano difficoltà e limitazioni nell'ambito del processo di valutazione di EI TOWERS.

7. RISULTATI EMERSI DALLA VALUTAZIONE EFFETTUATA DAL CONSIGLIO DI AMMINISTRAZIONE

Sulla base delle analisi svolte dal Consiglio di Amministrazione, gli Amministratori hanno ritenuto di determinare il Prezzo di Emissione delle nuove azioni EI TOWERS, nell'ambito dell'Aumento di Capitale in oggetto, in:

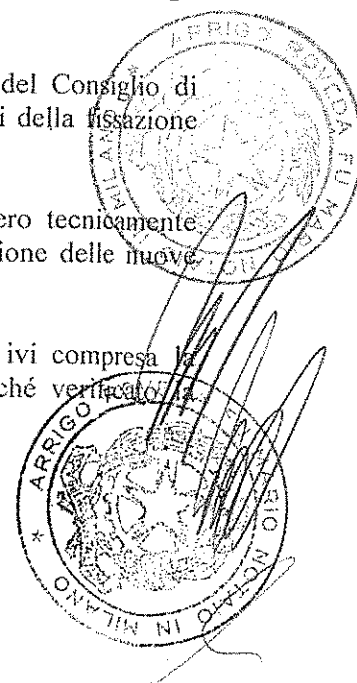
Euro 45,83 per azione

ossia in misura pari al prezzo di borsa rilevato in data 23 febbraio 2015.

8. LAVORO SVOLTO

Ai fini dell'espletamento del nostro incarico, abbiamo svolto le seguenti principali attività:

- esaminato il verbale del Consiglio di Amministrazione della Società del 24 febbraio 2015;
- svolto una lettura critica della Relazione degli Amministratori e, in particolare, dei metodi di valutazione di EI TOWERS adottati dagli Amministratori al fine di riscontrarne l'adeguatezza, nelle circostanze, sotto il profilo di ragionevolezza e non arbitrarietà;
- esaminato, per le finalità di cui al presente lavoro, lo Statuto vigente della Società;
- analizzato, sulla base di discussioni con gli Amministratori, il lavoro svolto dagli Amministratori stessi e dall'*Advisor* per l'individuazione dei criteri di determinazione del Prezzo di Emissione delle nuove azioni onde riscontrarne l'adeguatezza, in quanto, nelle circostanze, ragionevoli, motivati e non arbitrari;
- utilizzato gli elementi informativi da noi acquisiti nell'ambito del nostro incarico di revisione legale sul bilancio al 31 dicembre 2014 di EI TOWERS con riferimento agli elementi rilevanti anche ai fini della presente relazione;
- riscontrato la completezza e non contraddittorietà delle motivazioni del Consiglio di Amministrazione riguardanti i metodi valutativi da esso adottati ai fini della fissazione del Prezzo di Emissione delle azioni;
- considerato gli elementi necessari ad accertare che tali metodi fossero tecnicamente idonei, nelle specifiche circostanze, a determinare il Prezzo di Emissione delle nuove azioni;
- verificato la coerenza dei dati utilizzati con le fonti di riferimento, ivi compresa la documentazione utilizzata descritta nel precedente paragrafo 4., nonché verificato la correttezza aritmetica dei calcoli effettuati;



- analizzato l'andamento delle quotazioni di borsa delle azioni EI TOWERS nei 6 mesi precedenti la data della Relazione degli Amministratori e, a tal fine, calcolato la media ponderata delle quotazioni del titolo rilevato in data 23 febbraio 2015 e nei diversi intervalli di 1 settimana, 1 mese, 3 mesi e 6 mesi precedenti la data della Relazione degli Amministratori, nonché verificata l'accuratezza dei conteggi effettuati da questi ultimi;
- con riferimento ai corsi di Borsa, analizzato altre informazioni quali, a titolo esemplificativo, periodo temporale di riferimento, significatività dei prezzi considerati, tipologia di media usata, caratteristiche del flottante, volatilità del titolo e volumi medi giornalieri;
 - svolto analisi critiche circa i metodi di controllo al fine di considerare la ragionevolezza delle conclusioni degli Amministratori, nelle specifiche circostanze;
 - condotto incontri con l'*Advisor*, al fine di approfondire gli aspetti più rilevanti relativi alla valutazione di EI TOWERS ed all'Operazione ed al fine di acquisire ogni altro elemento utile all'espletamento del nostro incarico;
 - discusso con il *management* di EI TOWERS, ferme restando le incertezze ed i limiti connessi ad ogni tipo di elaborazione previsionale, il *budget* e il Piano Economico-Finanziario allo scopo di verificare la ragionevolezza delle assunzioni su cui si fondano;
 - svolto autonome analisi di sensibilità nell'ambito del metodo DCF adottato dagli Amministratori per la valutazione di EI TOWERS, anche con l'obiettivo di verificare quanto i risultati possano essere influenzati da variazione nei parametri assunti;
 - raccolto, attraverso colloqui con la Direzione della Società, informazioni circa gli eventi verificatisi dopo la predisposizione del Piano Economico-Finanziario, con riferimento a eventuali fatti o circostanze che possano avere un effetto significativo sulle assunzioni sottostanti le elaborazioni del piano stesso, sui dati e sulle informazioni prese a considerazione nello svolgimento delle nostre analisi, nonché sui risultati delle valutazioni;
 - ricevuto formale attestazione dei legali rappresentanti della Società sugli elementi di valutazione messi a disposizione e sul fatto che, per quanto a loro conoscenza, alla data del nostro parere, non sussistono modifiche significative da apportare ai dati di riferimento dell'Operazione e agli altri elementi presi in considerazione.

9. COMMENTI E PRECISAZIONI SULL'ADEGUATEZZA DEI METODI DI VALUTAZIONE ADOTTATI DAGLI AMMINISTRATORI PER LA DETERMINAZIONE DEL PREZZO DI EMISSIONE DELLE AZIONI

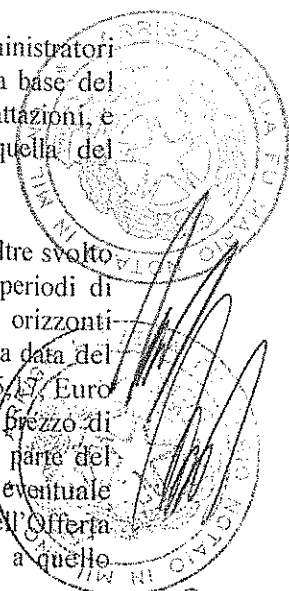
In via preliminare, è opportuno ricordare che oggetto del presente parere di congruità è l'Aumento di Capitale con esclusione del diritto di opzione al servizio dell'Offerta.

La Relazione degli Amministratori illustra al par. 3.1 l'Aumento di Capitale in esame e descrive le motivazioni sottostanti le scelte metodologiche dagli stessi effettuate ed il processo logico seguito ai fini della determinazione del Prezzo di Emissione delle azioni al servizio del suddetto Aumento di Capitale.

Al riguardo, in considerazione delle specifiche caratteristiche dell'Operazione, esprimiamo di seguito le nostre considerazioni sull'adeguatezza, in termini di ragionevolezza e non arbitrarietà, dei metodi di valutazione adottati dagli Amministratori ai fini dell'individuazione, nelle circostanze, del Prezzo di Emissione delle azioni, come riportati nel paragrafo 3.1 della Relazione, nonché sulla loro corretta applicazione.

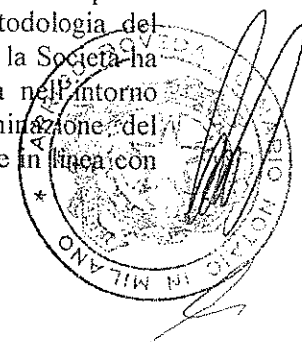


- Gli Amministratori hanno provveduto ad individuare il Prezzo di Emissione delle nuove azioni nell'ambito dell'Aumento di Capitale facendo in primo luogo riferimento, quale metodologia principale, alle quotazioni di borsa del titolo EI TOWERS.
- Ai sensi dell'art. 2441, sesto comma, del codice civile il prezzo di emissione delle azioni, nel caso di esclusione del diritto di opzione, deve essere determinato *"in base al valore del patrimonio netto, tenendo conto, per le azioni quotate in mercati regolamentati, anche dell'andamento delle quotazioni nell'ultimo semestre"*. Con riguardo al riferimento all'*"andamento delle quotazioni nell'ultimo semestre"*, la prassi e la dottrina sono concordi nel ritenere che non debba farsi necessariamente riferimento ad una media delle quotazioni del semestre, ma sia possibile utilizzare anche più limitati periodi di osservazione, a seconda delle circostanze e delle peculiari caratteristiche del titolo, sempre al fine di individuare il valore corrente della società emittente.
- Il criterio delle quotazioni di borsa preso a riferimento dagli Amministratori per la determinazione del Prezzo di Emissione è comunemente accettato ed utilizzato sia a livello nazionale che internazionale ed è in linea con il costante comportamento della prassi professionale, trattandosi di società con azioni quotate in mercati regolamentati. In effetti, le quotazioni di borsa rappresentano un parametro di indiscusso rilievo per la valutazione di società quotate. Le quotazioni di borsa esprimono infatti, di regola, il valore attribuito dal mercato alle azioni oggetto di trattazione e conseguentemente forniscono indicazioni rilevanti in merito al valore della società cui le azioni si riferiscono, in quanto riflettono le informazioni a disposizione degli analisti e degli investitori, nonché le aspettative degli stessi circa l'andamento economico e finanziario della società.
- Come ampiamente riconosciuto dalla prassi valutativa e dalla dottrina, i valori delle quotazioni di borsa costituiscono un punto di riferimento più o meno significativo anche in considerazione delle specifiche caratteristiche del titolo. In mercati finanziari efficienti, i prezzi delle azioni che si vengono a formare per società dotate di caratteristiche, in termini di livelli di scambi, volatilità e flottante, analoghe a quelle di EI TOWERS, tendono a rifletterne il valore economico.
- Nel caso in oggetto, anche in considerazione della specifica destinazione dell'Aumento di Capitale, volto a rendere disponibili le azioni necessarie ai fini dell'Offerta, appare nel complesso ragionevole la scelta degli Amministratori di fare in primo luogo riferimento ad una metodologia "diretta" di mercato, quale quella delle quotazioni di borsa.
- Nell'ambito della metodologia di borsa prescelta come principale, gli Amministratori hanno ritenuto di identificare il Prezzo di Emissione delle nuove azioni sulla base del prezzo di borsa del titolo EI TOWERS rilevato in una singola giornata di contrattazioni, e precisamente il 23 febbraio 2015, data immediatamente antecedente a quella del Consiglio di Amministrazione che ha approvato l'Offerta.
- Gli Amministratori, nell'ambito delle valutazioni di loro pertinenza, hanno inoltre svolto ulteriori analisi delle quotazioni del titolo azionario EI TOWERS in diversi periodi di osservazione, calcolando la media dei corsi di borsa del titolo in diversi orizzonti temporali (una settimana, un mese, tre mesi e sei mesi) antecedenti rispetto alla data del 24 febbraio 2015. L'analisi ha evidenziato valori rispettivamente pari a Euro 45,17, Euro 44,42, Euro 42,77 ed Euro 41,39 e dunque, in tutti i casi, inferiori rispetto al prezzo di borsa rilevato il giorno precedente la data di deliberazione dell'Operazione da parte del Consiglio di Amministrazione della Società, pari a Euro 45,83. Pertanto, l'eventuale utilizzo di archi temporali più ampi antecedenti alla data di approvazione dell'Offerta avrebbe condotto all'individuazione di prezzi di emissione inferiori rispetto a quello

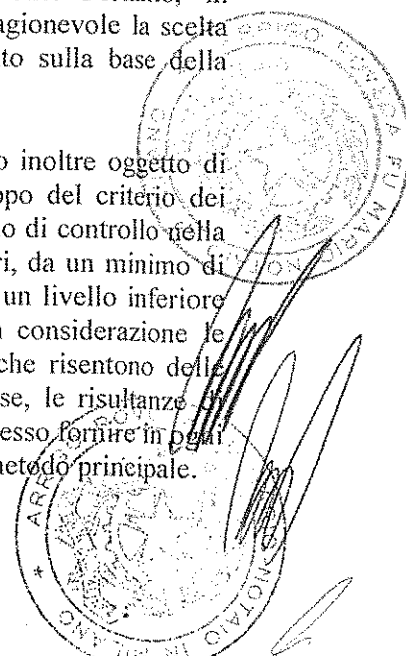


effettivamente adottato e quindi meno favorevoli per gli azionisti esclusi dal diritto di opzione a causa del maggiore effetto diluitivo.

- La scelta degli Amministratori di determinare un prezzo puntuale basato sulle quotazioni di borsa riferite ad una data specifica risponde quindi, nel caso concreto, all'esigenza di massimizzare la valorizzazione delle azioni della Società nell'ottica della tutela degli interessi patrimoniali degli azionisti di El TOWERS esclusi dal diritto di opzione. Tale scelta trova inoltre giustificazione nelle specifiche caratteristiche dell'Offerta promossa dalla Società e risulta coerente con la circostanza che le nuove azioni rivenienti dall'Aumento di Capitale sono destinate a costituire parte del Corrispettivo che verrà corrisposto agli aderenti all'Offerta, assumendo quindi una sostanziale funzione di *cash equivalent*.
- Le analisi di sensibilità da noi elaborate per valutare il possibile impatto di variazioni nelle differenti ipotesi e nei diversi orizzonti temporali, nell'ambito del metodo di valutazione adottato delle quotazioni di borsa, nonché l'analisi dell'accuratezza, anche matematica, della metodologia di borsa utilizzata e del calcolo del Prezzo di Emissione confermano la ragionevolezza e non arbitrarietà dei risultati raggiunti dagli Amministratori.
- Sotto un ulteriore profilo, la scelta degli Amministratori di effettuare le loro analisi su diversi orizzonti temporali cd. *unaffected*, vale a dire anteriori all'annuncio dell'Operazione e dunque non influenzati dalla diffusione al mercato di notizie in ordine alla stessa, appare in linea con la migliore dottrina e prassi valutativa ed è pertanto da ritenersi ragionevole e non arbitraria.
- In accordo con la prassi e la tecnica professionale, il Consiglio di Amministrazione di El TOWERS ha ritenuto opportuno ampliare il proprio approccio di analisi, sviluppando metodologie valutative di controllo al fine di confortare la determinazione del Prezzo di Emissione, pari a Euro 45,83 sulla base della metodologia di borsa. L'approccio metodologico degli Amministratori, volto a riscontrare la coerenza dei risultati della metodologia prescelta con le risultanze dell'applicazione di ulteriori criteri fondamentali (Flussi di Cassa Operativi Scontati) e di mercato (transazioni comparabili), risulta nelle circostanze ragionevole e non arbitrario.
- In particolare, sotto un primo profilo, gli Amministratori hanno sviluppato la metodologia dei Flussi di Cassa Operativi Scontati (DCF) al fine di riscontrare che il Prezzo di Emissione fosse coerente anche con le risultanze di metodologie valutative fondamentali. Il metodo DCF risulta di ampio utilizzo nella prassi aziendalistica internazionale e rientra tra i metodi basati sui flussi di cassa prospettici, riconosciuti dalla migliore dottrina. La scelta effettuata dagli Amministratori nell'ambito della metodologia di raffronto è pertanto da ritenersi, nelle circostanze, ragionevole e non arbitraria. A tale proposito, nella Relazione vengono sintetizzati il procedimento valutativo svolto dagli Amministratori e le motivazioni sottostanti le scelte effettuate per l'individuazione dei differenti parametri. Ai fini della determinazione del tasso da impiegare per l'attualizzazione dei flussi di cassa prospettici nell'ambito del metodo DCF, gli Amministratori hanno fatto riferimento ad un costo medio ponderato del capitale ("WACC") stimato in un intervallo intorno al 6%, sulla base della metodologia del CAPM (*Capital Asset Pricing Model*). Con riferimento al valore operativo, la Società ha inoltre considerato per la stima del *terminal value* un tasso di crescita nell'intorno dell'1%. Gli approcci utilizzati dagli Amministratori sia per le determinazioni del WACC, sia per la scelta del tasso di crescita, sono da ritenersi ragionevoli e in linea con la prassi professionale.



- Gli Amministratori hanno sottolineato che il valore di EI TOWERS riveniente dalle quotazioni di mercato si colloca, pur in maniera non significativa, al di sotto del limite inferiore del *range* risultante dall'applicazione della metodologia dei Flussi di Cassa Operativi Scontati. Al riguardo, gli stessi Amministratori hanno fornito, nella loro Relazione, le motivazioni che li hanno indotti a ritenere comunque accettabile detto scostamento, pari a circa il 5%, nell'ambito del complessivo approccio metodologico utilizzato. In effetti, è stato rilevato che la componente azionaria dell'Offerta – consistente, come già indicato, nello scambio di n. 0,03 azioni ordinarie EI TOWERS per ciascuna azione ordinaria Rai Way – non comporta il trasferimento del controllo di EI TOWERS. Il criterio di borsa utilizzato quale metodologia principale, in quanto basato su scambi relativi a quote di minoranza, già esprime valori delle azioni EI TOWERS al netto di premi di controllo o di maggioranza. Il metodo dei Flussi di Cassa Operativi Scontati esprime viceversa un valore fondamentale dell'azione che, nel caso specifico e in considerazione delle caratteristiche dell'Aumento di Capitale e dell'Offerta nell'ambito della quale si inserisce, rimane assoggettabile a conseguenti rettifiche al fine di tenere conto di uno sconto di minoranza, in quanto gli azionisti di Rai Way, a seguito dell'Offerta in esame, verrebbero in ogni caso a detenere una partecipazione complessivamente minoritaria in EI TOWERS. A tale riguardo, gli Amministratori sottolineano inoltre come l'entità di tali rettifiche non possa essere corroborata da dati statistici univoci, circostanza che introduce in genere elementi di soggettività nel processo valutativo. Sul punto, si rileva come non esistano in dottrina modelli teorici di riferimento per la stima di sconti e la dimostrabilità di questi ultimi poggia in massima parte su evidenze empiriche non univoche. Pertanto, nelle specifiche circostanze, appare nel complesso ragionevole la scelta degli Amministratori di privilegiare i risultati di una metodologia "diretta" di mercato rispetto a quelli rivenienti da metodologie basate su criteri di analisi fondamentali che più tipicamente risentono di fattori soggettivi.
- Nella fattispecie, sulla base delle motivazioni fornite dagli Amministratori e in considerazione della specifica destinazione dell'Aumento di Capitale, volto a rendere disponibili le azioni necessarie ai fini dell'Offerta, appare nel complesso accettabile lo scostamento – che peraltro, in termini percentuali, si presenta sostanzialmente contenuto e dunque collocabile in un ambito di ragionevolezza – tra le risultanze della metodologia principale di borsa e la parte bassa del *range* riveniente dalla metodologia DCF.
- D'altra parte, le analisi di sensibilità che abbiamo autonomamente elaborato per apprezzare l'impatto di variazioni nelle differenti ipotesi e nei parametri assunti dagli Amministratori nell'ambito della metodologia DCF evidenziano un *range* di risultati nell'ambito del quale si posiziona anche il Prezzo di Emissione. Pertanto, in considerazione del contesto sopra richiamato, pare nel complesso ragionevole la scelta degli Amministratori di ritenere che il prezzo di emissione stabilito sulla base della metodologia principale trovi conforto anche dalla metodologia DCF.
- Il Prezzo di Emissione riveniente dalla metodologia di borsa è stato inoltre oggetto di ulteriore verifica da parte degli Amministratori attraverso lo sviluppo del criterio dei multipli di operazioni precedenti, comunemente adottato quale metodo di controllo nella migliore prassi valutativa. L'analisi ha evidenziato un *range* di valori, da un minimo di Euro 31,5 a un massimo di Euro 43,2, che si attesta interamente ad un livello inferiore rispetto al Prezzo di Emissione pari a Euro 45,83. Pur tenendo in considerazione le peculiarità delle singole operazioni selezionate a fini di raffronto, che risentono delle specificità temporali, geografiche e regolamentari di ciascuna di esse, le risultanze di detto metodo di controllo, come sopra rappresentate, paiono nel complesso fornire in ogni caso un'ulteriore indicazione di ragionevolezza e non arbitrarietà del metodo principale.



Gli aspetti sopra commentati sono stati tenuti in opportuna considerazione ai fini dell'emissione del presente parere di congruità.

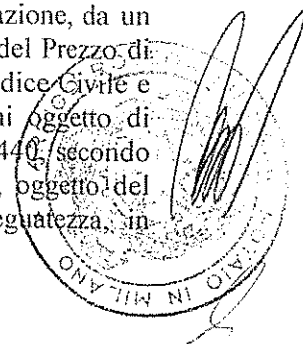
10. LIMITI SPECIFICI INCONTRATI DAL REVISORE ED EVENTUALI ALTRI ASPETTI DI RILIEVO EMERSI NELL'ESPLETAMENTO DEL PRESENTE INCARICO

i) In merito alle difficoltà ed ai limiti incontrati nello svolgimento del nostro incarico, si segnala quanto segue:

- le valutazioni basate su metodi che utilizzano variabili e parametri di mercato, come il metodo delle quotazioni di borsa, sono soggette all'andamento proprio dei mercati finanziari. L'andamento dei mercati finanziari e delle borse, sia italiani che internazionali, ha evidenziato una tendenza a presentare oscillazioni rilevanti nel corso del tempo soprattutto in relazione all'incertezza del quadro economico generale. Ad influenzare l'andamento dei titoli possono anche intervenire pressioni speculative in un senso o nell'altro, del tutto slegate dalle prospettive economiche e finanziarie delle singole società. L'applicazione del metodo delle quotazioni di borsa, quale metodologia prescelta dagli Amministratori, può individuare, pertanto, valori tra loro differenti, in misura più o meno significativa, a seconda del momento in cui si effettui la valutazione;
- le valutazioni effettuate dal Consiglio di Amministrazione sulla base delle metodologie analitiche si basano su previsioni economico-patrimoniali desunte dal Piano Economico-Finanziario. Deve essere sottolineato che i dati prospettici e le ipotesi alla base della loro elaborazione, per loro natura, contengono elementi di incertezza e sono soggetti a variazioni, anche significative, in caso di cambiamenti del contesto di mercato e dello scenario macroeconomico. Va inoltre tenuto presente che, a causa dell'aleatorietà connessa alla realizzazione di qualsiasi evento futuro, sia per quanto concerne il concretizzarsi dell'accadimento, sia per quanto riguarda la misura e la tempistica della sua manifestazione, lo scostamento fra i valori consuntivi e i dati previsionali potrebbe essere significativo, anche qualora si manifestassero effettivamente gli eventi previsti nell'ambito delle assunzioni utilizzate;

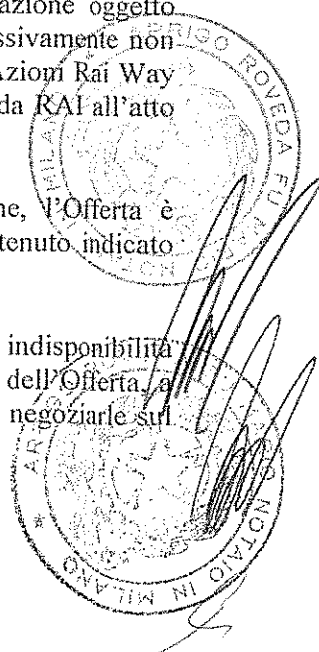
ii) Per una opportuna informativa dei destinatari del presente parere, si richiama inoltre l'attenzione sui seguenti aspetti:

- l'Aumento di Capitale, come anticipato, è al servizio dell'Offerta e si inserisce quindi nella più complessa Operazione meglio descritta al precedente paragrafo 2. In particolare, l'operazione strutturata dal Consiglio di Amministrazione prevede, oltre ad una parte in denaro non oggetto del presente parere, l'emissione da parte della Società delle nuove azioni al servizio dell'Offerta attraverso un aumento di capitale con esclusione del diritto d'opzione ai sensi dell'art. 2441, quarto comma, primo periodo, del Codice Civile. Dette nuove azioni saranno emesse al servizio del conferimento in natura, da parte dei destinatari dell'Offerta, delle azioni dagli stessi detenute in Rai Way. La struttura dell'operazione individuata dal Consiglio di Amministrazione di EI TOWERS, con particolare riferimento all'Aumento di Capitale, comporta, come ricordato dagli Amministratori nella loro Relazione, da un lato, (i) l'espressione da parte nostra del presente parere sulla congruità del Prezzo di Emissione delle azioni, ai sensi degli articoli 2441, sesto comma, del Codice Civile e 158 TUIF; nonché, dall'altro lato, (ii) la stima del valore delle azioni oggetto di conferimento da parte dell'Esperto Indipendente ai sensi degli articoli 2440, secondo comma, e 2343-ter e 2343-quater del Codice Civile. Come anticipato, oggetto del presente parere sono esclusivamente le nostre considerazioni sull'adeguatezza, in



termini di ragionevolezza e non arbitrarietà, nelle circostanze, dei criteri di determinazione del Prezzo di Emissione delle azioni descritti al paragrafo 3.1 della Relazione degli Amministratori, nonché sulla corretta applicazione dei sopra richiamati criteri. Conseguentemente, esulano dall'oggetto del presente parere (i) l'adeguatezza delle metodologie, nonché le loro concrete modalità di applicazione, descritte al paragrafo 3.2 della Relazione degli Amministratori ed utilizzate dai medesimi ai fini della determinazione del valore delle azioni Rai Way nell'ambito dell'Offerta e, conseguentemente, (ii) qualsivoglia considerazione in ordine alla determinazione del rapporto di scambio nell'ambito della medesima Offerta.

- Conseguentemente, nell'esaminare i criteri adottati dagli Amministratori per la determinazione del Prezzo di Emissione delle azioni di EI TOWERS al servizio dell'Offerta non abbiamo effettuato una valutazione economica delle azioni di Rai Way.
- Esula ovviamente dall'oggetto del presente parere ogni considerazione in ordine all'interesse della Società all'effettuazione dell'Offerta e alle modalità di determinazione del Corrispettivo. Esula inoltre dalla nostra attività anche ogni considerazione circa le determinazioni degli Amministratori in ordine alla struttura dell'Operazione, ai relativi adempimenti, alla tempistica, all'avvio e all'esecuzione dell'Operazione stessa.
- Gli Amministratori riferiscono che, in sede di quotazione di Rai Way, nell'ambito dell'offerta rivolta al pubblico indistinto e ai dipendenti del Gruppo RAI, è stato riconosciuto agli assegnatari delle azioni ordinarie Rai Way che manterranno, senza soluzione di continuità, la piena proprietà di tali azioni per dodici mesi dalla data di pagamento (ossia dal 19 novembre 2014), e sempre che le stesse azioni siano rimaste depositate presso un collocatore ovvero presso altre istituzioni aderenti a Monte titoli, il diritto a ricevere gratuitamente da RAI: (i) una azione ordinaria Rai Way ogni venti azioni assegnate nell'ambito dell'offerta al pubblico indistinto e (ii) una azione ordinaria Rai Way ogni dieci azioni assegnate nell'ambito dell'offerta rivolta ai dipendenti. Gli Amministratori riferiscono che nell'ambito dell'Offerta EI TOWERS intende attribuire a tutti i possessori di Azioni Rai Way Cum Azioni Gratuite la facoltà di stipulare con l'Offerente un contratto di vendita a termine per effetto del quale, a una data immediatamente successiva al 19 novembre 2015, tutte le azioni ordinarie Rai Way detenute dagli azionisti che abbiano esercitato tale facoltà, incluse le Azioni Gratuite, saranno trasferite all'Offerente a fronte del pagamento del Corrispettivo. Al riguardo, le 272.000.000 azioni di Rai Way attualmente in circolazione oggetto dell'Offerta includono le Azioni Gratuite, peraltro di numero complessivamente non rilevante, di eventuale futura assegnazione a favore dei possessori di Azioni Rai Way Cum Azioni Gratuite da parte di RAI, in virtù degli impegni assunti da RAI all'atto dell'IPO.
- Secondo quanto riportato dagli Amministratori nella loro Relazione, l'Offerta è subordinata al verificarsi di ciascuna delle condizioni secondo il contenuto indicato nel precedente par. 2..
- Dalla Relazione degli Amministratori non risultano vincoli di indisponibilità temporale per le azioni, con conseguente piena facoltà dei destinatari dell'Offerta, a seguito della consegna da parte di EI TOWERS delle nuove azioni, di negoziarle sul mercato.



- Gli Amministratori sottolineano di aver sviluppato, con finalità di controllo e al fine di supportare le considerazioni emerse con l'applicazione del metodo principale delle quotazioni di borsa, analisi basate sulla metodologia DCF, il cui *range* di risultati si presenta nella sua parte bassa superiore, pur in misura contenuta (pari al 5%), rispetto al Prezzo di Emissione come determinato sulla base del criterio di borsa. Al riguardo, gli Amministratori forniscono nella loro Relazione le motivazioni sulla base delle quali ritengono nel complesso ragionevole lo scostamento riscontrato e che li hanno portati a concludere che il Prezzo di Emissione stabilito sulla base della metodologia principale trovi comunque conforto anche dalla metodologia DCF. Le scelte metodologiche del Consiglio di Amministrazione sono oggetto di nostre considerazioni nel precedente paragrafo 9.
- Gli Amministratori hanno scelto di effettuare le loro analisi su diversi orizzonti temporali cd. *unaffected*, vale a dire anteriori all'annuncio dell'operazione e dunque non influenzati dalla diffusione al mercato di notizie in ordine alla stessa. Tale scelta, come commentato al precedente par. 9, appare in linea con la dottrina e la prassi valutativa. Si segnala che nei giorni successivi al 24 febbraio 2015 il corso del titolo EI TOWERS ha fatto riscontrare un *trend* di crescita e che, alla data antecedente alla presente relazione, il prezzo di borsa delle azioni della Società risulta pari a Euro 47,60.

11. CONCLUSIONI

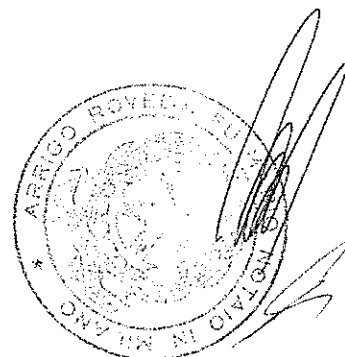
Tutto ciò premesso, sulla base della documentazione esaminata e delle procedure sopra indicate, e tenuto conto della natura e portata del nostro lavoro, così come indicato nella presente relazione e, in particolare, al precedente par. 10, riteniamo che l'approccio metodologico adottato dagli Amministratori sia adeguato, in quanto nelle circostanze ragionevole e non arbitrario, e che i metodi valutativi siano stati correttamente applicati ai fini della determinazione del Prezzo di Emissione, pari a 45,83 Euro, delle massime n. 8.160.000 nuove azioni EI TOWERS S.p.A. nell'ambito dell'Aumento di Capitale con esclusione del diritto di opzione riservato agli azionisti di Rai Way S.p.A. che eventualmente aderiranno all'Offerta Pubblica di Acquisto e Scambio promossa dalla Società.

DELOITTE & TOUCHE S.p.A.



Patrizia Arienti
Socio

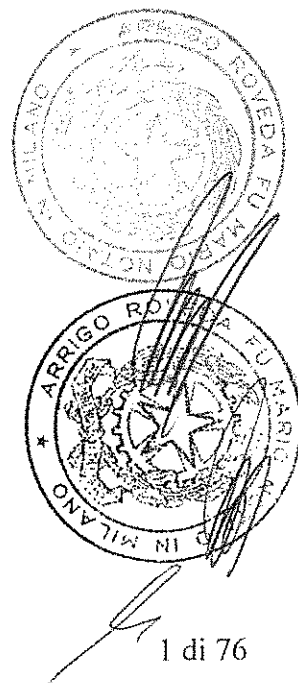
Milano, 6 marzo 2015



STIMA DEL VALORE AL 31.12.2014 DEL 100% DELLE AZIONI RAI WAY S.P.A. OGGETTO DI POSSIBILE CONFERIMENTO NELL'AMBITO DELL'OFFERTA PUBBLICA DI ACQUISTO E SCAMBIO PROMOSSA DA EI TOWERS S.P.A.

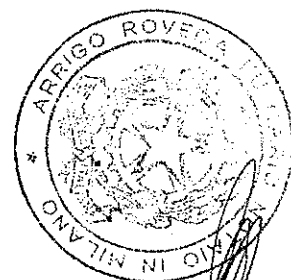
RELAZIONE AI SENSI DELL'ART. 2343 TER, COMMA 2, LETTERA B) DEL CODICE CIVILE.

Milano, 6 marzo 2015



INDICE

1. L'INCARICO RICEVUTO	3
1.1 L'OFFERTA PUBBLICA DI ACQUISTO E SCAMBIO LANCIATA DA EI TOWERS	3
1.2 PROFILO PROFESSIONALE	5
1.3 INDIPENDENZA, CONSAPEVOLEZZA DELLO SCOPO DELLA VALUTAZIONE E CODICE ETICO	5
1.4 NATURA E FINALITÀ DELL'INCARICO	6
1.5 I PROFILI PECULIARI DELLA VALUTAZIONE	13
1.6 LA DOCUMENTAZIONE RACCOLTA	15
1.7 LE PRINCIPALI DIFFICOLTÀ INCONTRATE NELLA VALUTAZIONE	16
2. DESCRIZIONE DEI BENI OGGETTO DI CONFERIMENTO	17
2.1 ATTIVITÀ SVOLTA E MODELLO DI BUSINESS DI RAI WAY	17
2.2 SITUAZIONE PATRIMONIALE ED ECONOMICA DI RAI WAY	25
3. APPROCCIO VALUTATIVO E DESCRIZIONE DEI METODI DI VALUTAZIONE...	31
3.1 LA SCELTA DEL CRITERIO PRINCIPALE DI VALUTAZIONE	31
3.2 DISCOUNTED CASH FLOWS	35
3.3 I FLUSSI RILEVANTI	36
3.4 IL COSTO DEL CAPITALE	50
3.5 LA STIMA DEL VALORE ECONOMICO DELLE AZIONI RAI WAY	63
3.6 METODO DI CONTROLLO: MULTIPLI DI SOCIETÀ E DI TRANSAZIONI COMPARABILI	67
4. CONCLUSIONI.....	75
APPENDICE: EQUITY RISK PREMIUM ASSUNTO DAI REGULATORS NEI SETTORI DELLE INFRASTRUTTURE.....	76



1. L'INCARICO RICEVUTO

1.1 L'Offerta pubblica di Acquisto e Scambio lanciata da EI Towers

EI Towers S.p.A (di seguito anche EI Towers o l'Offerente) ha richiesto allo scrivente una relazione di stima del valore del 100% delle azioni Rai Way S.p.A. (di seguito anche Rai Way) al 31.12.2014 oggetto di possibile conferimento nell'ambito dell'offerta pubblica di acquisto e scambio promossa da EI Towers S.p.A., ai sensi dell'art. 2343 ter, comma 2, lettera b) del Codice Civile.

Il 24 febbraio 2015 il Consiglio di Amministrazione di EI Towers S.p.A. ha infatti deliberato di promuovere un'offerta pubblica di acquisto e scambio volontaria avente per oggetto n. 272.000.000 azioni ordinarie Rai Way S.p.A., pari alla totalità del capitale sociale sottoscritto e versato di quest'ultima (di seguito anche l'Offerta o l'OPASc).

Per ciascuna azione ordinaria Rai Way portata in adesione all'Offerta, EI Towers, in qualità di offerente, riconoscerà un corrispettivo rappresentato da: (a) una componente in contanti pari a euro 3,13 (corrispondente a circa il 69% della valorizzazione complessiva di ciascuna azione ordinaria Rai Way), e (b) una componente azionaria, costituita da n. 0,03 azioni ordinarie EI Towers di nuova emissione (corrispondente a circa il 31% della valorizzazione complessiva di ciascuna azione ordinaria Rai Way).

Sulla base dell'aumento di capitale a pagamento di EI Towers di euro 373.972.800 (corrispondente a n. 8.160.000 azioni¹ di nuova emissione con rinuncia al diritto di opzione al prezzo di emissione di euro 45,83 cadauna), il corrispettivo esprime una valorizzazione del 100% delle azioni di Rai Way pari a 1.225.332.800 (= euro 851.360.000 relativi alla componente in contanti ed Euro 373.972.800 relativi alla componente azionaria), corrispondente ad un valore per azione pari ad euro 4,50. Tale prezzo è superiore del 22% rispetto alla quotazione delle azioni ordinarie Rai Way il 23 febbraio 2015 (giorno antecedente l'annuncio dell'OPASc) e pari ad euro 3,69.

L'efficacia dell'Offerta è subordinata al verificarsi di ciascuna delle seguenti condizioni, ancorché EI Towers possa rinunciare o modificare una o più condizioni:

- i. che l'Autorità Garante della Concorrenza e del Mercato approvi incondizionatamente, entro il secondo giorno di borsa aperta antecedente la data di pagamento del Corrispettivo, l'acquisizione del controllo di Rai Way da parte di EI Towers;

¹ Pari a n. 272.000.000 azioni Rai Way x 0,03 (= frazione di azione EI Towers scambiata)

- ii. che l'Assemblea Straordinaria di EI Towers convocata per il 27 marzo 2015 approvi la proposta di aumento di capitale (come in precedenza definito);
- iii. che EI Towers venga a detenere (per effetto dell'Offerta o di acquisti effettuati al di fuori dell'Offerta, ma nel rispetto delle disposizioni normative applicabili) una partecipazione pari almeno al 66,67% del capitale sociale di Rai Way;
- iv. che, entro il quinto giorno di borsa aperta antecedente la chiusura del periodo di adesione all'Offerta, come eventualmente prorogato, il MISE autorizzi RAI – Radiotelevisione Italiana S.p.A. a continuare lo svolgimento delle proprie attività inerenti il servizio pubblico avvalendosi di Rai Way anche successivamente all'acquisizione del controllo della stessa da parte di EI Towers. A tal fine, EI Towers si è impegnata a convenire adeguati strumenti negoziali che assicurino e garantiscano a RAI pieno titolo a disporre dei mezzi e delle risorse strumentali per l'espletamento delle prestazioni di servizio pubblico spettante a RAI;
- v. che alla data di pagamento del corrispettivo non si siano verificate circostanze o eventi straordinari ovvero gravi mutamenti negativi nella situazione finanziaria, economica, valutaria, normativa o di mercato, a livello nazionale o internazionale, o altri eventi che abbiano effetti sostanzialmente pregiudizievoli sull'Offerta o sulla situazione finanziaria, patrimoniale o reddituale di Rai Way.

Inoltre qualora:

- (a) l'Assemblea Ordinaria dei soci di Rai Way, in sede di approvazione del bilancio relativo all'esercizio chiuso al 31 dicembre 2014, deliberi la distribuzione del dividendo eventualmente proposto dal Consiglio di Amministrazione e il pagamento del dividendo intervenga prima della conclusione del periodo di adesione all'Offerta, il corrispettivo dell'Offerta stessa verrà corrispondentemente ridotto;
- (b) l'Assemblea Ordinaria dei soci di EI Towers, in sede di approvazione del bilancio relativo all'esercizio chiuso al 31 dicembre 2014, deliberi la distribuzione del dividendo eventualmente proposto dal Consiglio di Amministrazione e il pagamento del dividendo intervenga prima della conclusione del periodo di adesione all'Offerta, il corrispettivo dell'Offerta stessa verrà corrispondentemente incrementato.

L'offerente non dispone di alcuna informazione di natura privata relativa a Rai Way S.p.A., pertanto l'Offerta è stata formulata esclusivamente sulla base dell'informazione pubblica disponibile. Poiché anche lo scrivente non ha accesso ad informazione privata relativa a Rai Way la presente valutazione si è dovuta fondare esclusivamente su informazione pubblica.



1.2 Profilo professionale

Lo scrivente è:

- a) Ordinario di Finanza Aziendale nell'Università L. Bocconi di Milano;
- b) Membro del *Professional Board* dell'IVSC- *International Valuation Standard Council* (www.ivsc.org), lo *standard setter* internazionale nel campo delle valutazioni;
- c) Presidente del Consiglio di Gestione dell'OIV- Organismo Italiano di Valutazione promosso da Aiaf, Andaf, Assirevi, Borsa Italiana, CNDCEC, Università Bocconi, (www.fondazioneoiv.it), lo *standard setter* italiano nel campo delle valutazioni;
- d) Membro del *Consultative Advisory Group* (CAG) dell'*International Auditing and Assurance Standards Board* (www.iaasb.org), lo *standard setter* nel campo della revisione contabile;
- e) Autore di manuali che rappresentano un riferimento nella professione delle valutazioni di azienda fra cui (con Luigi Guatri) "Nuovo Trattato sulla Valutazione delle aziende" e "La valutazione degli intangibili";
- f) Membro del comitato di direzione delle riviste "La valutazione delle aziende" e "Le società".

1.3 Indipendenza, consapevolezza dello scopo della valutazione e codice etico

Lo scrivente sotto la propria responsabilità dichiara:

- a) di godere dei requisiti di indipendenza richiesta dall'art. 2343 ter, comma 2, lettera b) del Codice Civile nei confronti sia della possibile conferente sia della possibile conferitaria, sia delle società e/o dei soci che esercitano individualmente o congiuntamente il controllo di entrambe le entità (possibile conferente e possibile conferitaria);
- b) di essere consapevole dello scopo e della finalità della valutazione;
- c) di aderire su base volontaria al *Code of Ethical Principles for Professional Valuers* dell'IVSC (ultima edizione: Dicembre 2011). Il codice riporta al paragrafo 12 i "Principi Fondamentali" che è opportuno qui richiamare:

"It is fundamental to the integrity of the valuation process that those who rely on valuations have confidence that those valuations are provided by valuers who have the appropriate experience, skill and judgement, who act in a professional manner and who exercise their judgement free from any undue influence or bias. Accordingly, a professional valuer is expected to comply with the following ethical principles:

- a) **Integrity:** *to be straightforward and honest in professional and business relationships.*
- b) **Objectivity:** *not to allow conflict of interest, or undue influence or bias to override professional or business judgement.*
- c) **Competence:** *to maintain the professional knowledge and skill required to ensure that a client or employer receives a service that is based on current developments in practice, legislation, and valuation techniques.*
- d) **Confidentiality:** *to respect the confidentiality of information acquired as a result of professional and business relationships and not to disclose such information to third parties without proper and specific authority (unless there is a legal or professional right or duty to disclose), nor to use information for the personal advantage of the professional valuer or third parties.*
- e) **Professional behaviour:** *to act diligently and to produce work in a timely manner in accordance with applicable legal requirements, technical and professional standards. To always act in the public interest and to avoid any action that discredits the profession."*

1.4 Natura e finalità dell'incarico

Di seguito si dettagliano i profili rilevanti della valutazione:

- Oggetto di stima.

Oggetto di stima è il valore del 100% delle azioni di Rai Way S.p.A. *cum* dividendo (ovvero antecedentemente la distribuzione dell'eventuale dividendo a valere sull'utile 2014 o sulle riserve di utili di esercizi precedenti). Ciò significa che:

- a) l'unità di valutazione è rappresentata dall'intera azienda e non dai singoli titoli che compongono il capitale. Ciò comporta che il valore del pacchetto azionario rappresentativo del 100% del capitale non coincida necessariamente con il valore del singolo titolo (P) moltiplicato per il numero di titoli che lo compongono (Q), ovvero $P \times Q$;
- b) la prospettiva da adottare nella valutazione coincide con quella di un soggetto che acquisisca il controllo integrale della società Rai Way S.p.A. e non invece con quella dell'azionista di minoranza.

- Data di riferimento della valutazione.

La data di riferimento della valutazione è il 31.12.2014.

- Configurazione di valore (*basis of value*).

La configurazione di valore è definita dall'articolo 2343 ter, comma 2, lettera b) del codice civile. Al riguardo è utile considerare il dettato dei primi due commi dell'articolo che recitano:

"[1] Nel caso di conferimento di valori mobiliari ovvero di strumenti del mercato monetario non è richiesta la relazione di cui all'articolo 2343, primo comma, se il valore ad essi attribuito ai fini della determinazione del capitale sociale e dell'eventuale sovrapprezzo è pari o inferiore al prezzo medio ponderato al quale sono stati negoziati su uno o più mercati regolamentati nei sei mesi precedenti il conferimento;

[2] Fuori dai casi in cui è applicabile il primo comma, non è altresì richiesta la relazione di cui all'art. 2343, primo comma, qualora il valore attribuito, ai fini della determinazione del capitale sociale e dell'eventuale sovrapprezzo, ai beni in natura o crediti conferiti sia pari o inferiore;

a) al fair value iscritto nel bilancio dell'esercizio precedente quello nel quale è effettuato il conferimento a condizione che il bilancio sia sottoposto a revisione legale e la relazione del revisore non esprima rilievi in ordine alla valutazione dei beni oggetto del conferimento, ovvero;

b) al valore risultante da una valutazione riferita ad una data precedente di non oltre sei mesi il conferimento e conforme ai principi e criteri generalmente riconosciuti per la valutazione dei beni oggetto del conferimento, a condizione che essa provenga da un esperto indipendente da chi effettua il conferimento, dalla società e dai soci che esercitano individualmente o congiuntamente il controllo sul soggetto conferente o sulla società medesima, dotato di adeguata e comprovata professionalità".

Dal dettato dell'articolo si desume che la configurazione di valore di riferimento è: il *fair value* dei principi contabili (IAS/IFRS e ripreso negli ITA Gaap) ovvero il valore di perizia, che, per coerenza, non può essere significativamente diverso dal valore di mercato (ovvero il *market value*) dei beni oggetto di conferimento (nel nostro caso il 100% delle azioni di Rai Way) considerati separatamente rispetto alla conferitaria (ovvero *stand alone*)².

² Il *Fair value* è definito dai principi contabili internazionali IFRS 13 come "...The price that would be received to sell an asset or paid to transfer a liability in an orderly transaction between market participants at the measurement date...". Come rilevato anche nel principio di valutazione internazionale IVS 300 *Valuation for Financial Reporting*, la definizione di *fair value* dell'IFRS 13 è generalmente coerente con la definizione di valore di mercato (*Market Value*) degli IVS. In effetti entrambe le configurazioni di valore si basano su molti *assumptions* comuni: entrambe presuppongono uno scambio

- I principi e criteri generalmente riconosciuti di riferimento.

I principi e criteri generalmente riconosciuti sono rappresentati *in primis* dai principi di valutazione internazionali³ (IVS-*International Valuation Standards*, edizione 2013) i quali definiscono il valore di mercato (*market value*) come segue:

“29. *Market value is the estimated amount for which an asset or liability should exchange on the valuation date between a willing buyer and a willing seller in an arm's length transaction, after proper marketing and where the parties had each acted knowledgeably, prudently and without compulsion.*

30. *The definition of market value shall be applied in accordance with the following conceptual framework:*

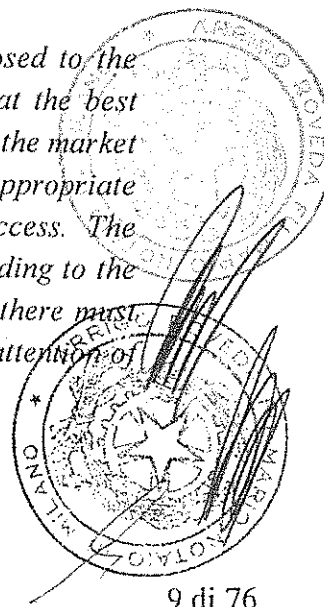
(a) *“the estimated amount” refers to a price expressed in terms of money payable for the asset in an arm's length market transaction. Market value is the most probable price reasonably obtainable in the market on the valuation date in keeping with the market value definition. It is the best price reasonably obtainable by the seller and the most advantageous price reasonably obtainable by the buyer. This estimate specifically excludes an estimated price inflated or deflated by special terms or circumstances such as atypical financing, sale and leaseback arrangements, special considerations or concessions granted by anyone associated with the sale, or any element of special value;*

ipotetico che abbia luogo dopo un adeguato periodo di esposizione dell'*asset* sul mercato aperto e coinvolge le parti interessate e disponibili che agiscono liberamente (sotto alcun vincolo o impedimento). Inoltre la prospettiva dell'*Highest and Best Use* (HABU) delle attività è comune ad entrambe le configurazioni di valore. Ciò detto esistono delle differenze, fra cui è opportuno segnalare (elenco non esaustivo):

- a) *Exit price.* Il *fair value* IFRS 13 è un prezzo di vendita (*exit price*) mentre il valore di mercato si riferisce ad un più generico prezzo di scambio, assumendo che *entry price* ed *exit price* siano i medesimi;
- b) *Unit of account.* Ci possono essere differenze nella unità di valutazione rilevante per la stima del *fair value* a fini contabili e l'aggregato di riferimento a fini della stima del valore di mercato;
- c) *Blockage.* Il *fair value* IFRS 13 impedisce l'uso di premi o sconti che riflettono la dimensione del pacchetto azionario di riferimento per tener conto della loro diversa liquidità e o *marketability*. Il valore di mercato non proibisce di considerare questi profili.
- d) *Restrictions.* L'IFRS 13 impone di considerare solo le eventuali restrizioni che attengono alla specifica attività (intrinseche all'attività e trasferibili con essa) e non invece restrizioni che possono riguardare i contraenti e non l'attività in sé. Ancora una volta il valore di mercato non proibisce di considerare tali profili.

³ L'OIV- Organismo Italiano di Valutazione ha emanato il 1 dicembre 2014 la bozza dei Principi Italiani di Valutazione - PIV. Si tratta tuttavia ancora di una bozza esposta al pubblico commento (per la quale è in corso il *due process*) e non principi definitivamente emanati dall'OIV, che quindi non possono essere utilizzati ai nostri fini.

- (b) *"an asset should exchange"* refers to the fact that the value of an asset is an estimated amount rather than a predetermined amount or actual sale price. It is the price in a transaction that meets all the elements of the market value definition at the valuation date;
- (c) *"on the valuation date"* requires that the value is time-specific as of a given date. Because markets and market conditions may change, the estimated value may be incorrect or inappropriate at another time. The valuation amount will reflect the market state and circumstances as at the effective valuation date, not those at any other date.
- (d) *"between a willing buyer"* refers to one who is motivated, but not compelled to buy. This buyer is neither over eager nor determined to buy at any price. This buyer is also one who purchases in accordance with the realities of the current market and with current market expectations, rather than in relation to an imaginary or hypothetical market that cannot be demonstrated or anticipated to exist. The assumed buyer would not pay a higher price than the market requires. The present owner is included among those who constitute *"the market"*;
- (e) *"and a willing seller"* is neither an over eager nor a forced seller prepared to sell at any price, nor one prepared to hold out for a price not considered reasonable in the current market. The willing seller is motivated to sell the asset at market terms for the best price attainable in the open market after proper marketing, whatever that price may be. The factual circumstances of the actual owner are not a part of this consideration because the willing seller is a hypothetical owner;
- (f) *"in an arm's length transaction"* is one between parties who do not have a particular or special relationship, eg parent and subsidiary companies or landlord and tenant, that may make the price level uncharacteristic of the market or inflated because of an element of special value. The market value transaction is presumed to be between unrelated parties, each acting independently;
- (g) *"after proper marketing"* means that the asset would be exposed to the market in the most appropriate manner to effect its disposal at the best price reasonably obtainable in accordance with the market value definition. The method of sale is deemed to be that most appropriate to obtain the best price in the market to which the seller has access. The length of exposure time is not a fixed period but will vary according to the type of asset and market conditions. The only criterion is that there must have been sufficient time to allow the asset to be brought to the attention of



an adequate number of market participants. The exposure period occurs prior to the valuation date;

- (h) "where the parties had each acted knowledgeably, prudently" presumes that both the willing buyer and the willing seller are reasonably informed about the nature and characteristics of the asset, its actual and potential uses and the state of the market as of the valuation date. Each is further presumed to use that knowledge prudently to seek the price that is most favourable for their respective positions in the transaction. Prudence is assessed by referring to the state of the market at the valuation date, not with benefit of hindsight at some later date. For example, it is not necessarily imprudent for a seller to sell assets in a market with falling prices at a price that is lower than previous market levels. In such cases, as is true for other exchanges in markets with changing prices, the prudent buyer or seller will act in accordance with the best market information available at the time;*
- (i) "and without compulsion" establishes that each party is motivated to undertake the transaction, but neither is forced or unduly coerced to complete it.*

31. The concept of market value presumes a price negotiated in an open and competitive market where the participants are acting freely. The market for an asset could be an international market or a local market. The market could consist of numerous buyers and sellers, or could be one characterized by a limited number of market participants. The market in which the asset is exposed for sale is the one in which the asset being exchanged is normally exchanged (see paras 15 to 19 above).

32. The market value of an asset will reflect its highest and best use. The highest and best use is the use of an asset that maximizes its potential and that is possible, legally permissible and financially feasible. The highest and best use may be for continuation of an asset's existing use or for some alternative use. This is determined by the use that a market participant would have in mind for the asset when formulating the price that it would be willing to bid.

33. The highest and best use of an asset valued on a stand-alone basis may be different from its highest and best use as part of a group, when its contribution to the overall value of the group must be considered.

34. *The determination of the highest and best use involves consideration of the following:*

1. *to establish whether a use is possible, regard will be had to what would be considered reasonable by market participants,*
2. *to reflect the requirement to be legally permissible, any legal restrictions on the use of the asset, eg zoning designations, need to be taken into account,*
3. *the requirement that the use be financially feasible takes into account whether an alternative use that is physically possible and legally permissible will generate sufficient return to a typical market participant, after taking into account the costs of conversion to that use, over and above the return on the existing use."*

- Scopo della stima

Scopo della stima è evitare che, attraverso una sopravvalutazione dei beni conferiti, il patrimonio della società conferitaria risulti artificialmente incrementato. Pertanto la stima deve essere ispirata a principi di prudenza. Va naturalmente considerata anche la sostanza economica dell'Offerta, che rappresenta un'acquisizione della totalità delle azioni di Rai Way. In letteratura è noto che: "*Quando il conferimento ha per beneficiaria una società preesistente, il carattere prudenziale della valutazione deve essere temperato con l'equilibrio fra le posizioni delle parti*"⁴, nel senso che il conferimento avviene al prezzo offerto dall'acquirente, prezzo che deve rappresentare un'adeguata contropartita per i soggetti potenziali conferenti (gli azionisti Rai Way) pena la non adesione all'offerta. Pertanto se è generalmente accettato che le stime ai fini di conferimento debbano essere composte con prudenza badando soprattutto all'accertamento dei valori in atto e limitando ai casi di maggiore concretezza il riconoscimento di componenti di valore potenziale, occorre altresì considerare che nel caso di offerte pubbliche di scambio la prudenza deve tenere conto che il conferimento avviene solo se il prezzo è giudicato conveniente da entrambe le parti (offerente/conferitaria e azionisti di Rai Way/conferenti). Pertanto la prudenza deve essere intesa come la verifica che il prezzo riconosciuto nell'Offerta sia un

⁴ Luigi Guatri, Vicktor Uckmar, *Linee Guida per le valutazioni economiche*, Egea, Milano, 2009, pag. 90. Il volume recepisce il lavoro di una Commissione e di un Gruppo di ricerca composto da Accademici ed Esperti professionali. Lo scrivente è stato membro accademico della Commissione

prezzo da questa recuperabile a prescindere dai benefici che potranno risultare dall'integrazione. In altre parole, la prudenza in questo caso consiste proprio nell'escludere i benefici che la conferitaria potrà realizzare a seguito dell'integrazione, limitandosi a verificare che il prezzo in parola (che corrisponde al valore di conferimento) esprima un valore recuperabile per un qualsiasi altro partecipante al mercato⁵ che acquisisse la totalità delle azioni di Rai Way.

- Prospettiva di valutazione.

La prospettiva di valutazione è quella dell'emittente (le azioni oggetto di possibile conferimento, cioè Rai Way) in funzionamento e *stand alone* ed esclude pertanto le sinergie specifiche realizzabili da EI Towers attraverso l'integrazione. La valutazione esprime il valore della totalità delle azioni di Rai Way nella prospettiva di un partecipante al mercato che ne acquisisca il controllo.

Tutto ciò premesso occorre altresì chiarire che:

- 1) la presente relazione di stima non è finalizzata ad esprimere:
 - alcun giudizio sul valore delle azioni di EI Towers;
 - alcun giudizio sulla congruità del corrispettivo;
 - alcun giudizio sulla congruità del prezzo di emissione delle nuove azioni di EI Towers;
 - alcuna raccomandazione ad aderire o meno all'OPASc;
- 2) la presente relazione stima non può essere utilizzata per finalità diverse da quelle che hanno motivato l'incarico che è stato affidato allo scrivente;

⁵ Il termine "partecipante al mercato" in questa relazione fa sempre riferimento alla definizione degli IVS. I paragrafi 18 e 19 del Framework degli IVS, così si riferiscono ai partecipanti al mercato:

"18. *References in IVS to market participants are to the whole body of individuals, companies or other entities that are involved in actual transactions or who are contemplating entering into a transaction for a particular type of asset. The willingness to trade and any views attributed to market participants are typical of those of buyers and sellers, or prospective buyers and sellers, active in a market on the valuation date, not to those of any particular individual or entity.*

19. *In undertaking a market-based valuation, matters that are specific to the current owner or to one particular potential buyer are not relevant because both the willing seller and the willing buyer are hypothetical individuals or entities with the attributes of a typical market participant. These attributes are discussed in the conceptual framework for market value (see paras 30(d) and 30(e)). The conceptual framework also requires the exclusion of any element of special value or any element of value that would not be available to market participants generally (see paras 30(a) and 30(f))."*

- 3) i risultati della presente relazione non possono essere considerati in forma parziale, ovvero enucleati dalla presente relazione, il cui scopo è quello di fornire, ai sensi dell'art. 2343-ter del Codice Civile, la stima del valore del 100% delle azioni di Rai Way S.p.A. oggetto dell'OPASc.

1.5 I profili peculiari della valutazione

Di seguito si tratteggiano i profili peculiari della valutazione:

- 1) il valore del conferimento, rispetto al quale la perizia di stima ai sensi dell'art. 2343-ter comma 2 lettera b) deve accertare l'esistenza, coincide con il corrispettivo offerto in sede di OPASc per il 100% delle azioni di Rai Way ed assomma ad euro 1.225.332.800 (pari alla somma della componente in contanti di euro 851.360.000 e alla componente in azioni EI Towers di nuova emissione con esclusione del diritto di opzione il cui controvalore corrisponde ad euro 373.972.800, ovvero a n. 8.160.000 azioni del valore di euro 45,83 cadauna);
- 2) EI Towers non dispone né ha accesso ad alcuna informazione riservata (informazione di natura privata) relativa a Rai Way S.p.A., pertanto la valutazione si è fondata esclusivamente su informazione pubblica di fonte Rai Way (prospetto informativo redatto ai fini dell'IPO e bilanci) e di altre fonti, ma sempre pubblicamente accessibili (report degli analisti che seguono il titolo Rai Way, bilanci di altre società del settore, ecc.) oltre che delle informazioni estratte da banche dati specializzate (Facset, Zephyr, Amadeus, Dealogic);
- 3) alla data di svolgimento della valutazione non è disponibile il bilancio al 31.12.2014 di Rai Way S.p.A., pertanto la valutazione muove dall'informazione come rappresentata nel prospetto informativo ai fini IPO e pro-formata in relazione ai nuovi contratti (attivo e passivo) fra RAI e Rai Way con efficacia dal 1 luglio 2014;
- 4) Rai Way è società con titoli quotati (prima quotazione il 19 novembre 2014). La capitalizzazione di borsa (ottenuta dal prodotto fra quotazione della singola azione ordinaria e numero di azioni ordinarie, $P \times Q$) esprime il valore del 100% delle azioni delle società assumendo come unità di valutazione il singolo titolo azionario, ciò mentre ai fini che qui rilevano l'unità di valutazione corrisponde alla totalità delle azioni di Rai Way. La differenza fra le due unità di valutazione consiste nel fatto che la stima del valore della totalità delle azioni deve considerare le eventuali ottimizzazioni (sia sotto il profilo operativo sia di struttura finanziaria) che un partecipante al mercato che acquisisse il controllo potrebbe conseguire pur in una prospettiva di gestione *stand alone* (c.d. *optimization premium*);



- 5) Rai Way non ha annunciato alcun piano al mercato finanziario e dunque non esiste informazione di natura prospettica di fonte aziendale, sottoposta al vaglio del mercato. Tuttavia il titolo Rai Way è coperto da alcune primarie case di investimento i cui *equity analysts*⁶ hanno espresso previsioni sui risultati attesi dalla società (il c.d. consenso) antecedentemente l'annuncio dell'OPASc;
- 6) EI Towers costituisce l'operatore più simile a Rai Way operante sul mercato domestico in quanto opera con un numero di torri simile, registrando volumi simili di ricavi e avendo come principale cliente l'azionista principale. La differenza più marcata fra Rai Way ed EI Towers consiste nel fatto che Rai Way – al contrario della seconda – gestisce anche i trasmettitori (infrastruttura attiva) che, invece, nel caso di EI Towers appartengono alla clientela e sono solo ospitati (EI Towers gestisce infatti la sola infrastruttura passiva). Ciò comporta in capo a Rai Way maggiori investimenti di manutenzione rispetto a quelli che deve sostenere EI Towers;
- 7) la principale fonte di ricavi per Rai Way è rappresentata dai servizi offerti alla controllante RAI, come disciplinati dal contratto in vigore dal 1 luglio 2014 (rinnovabile per una durata massima complessiva di 21 anni). Il contratto dal 2016 è indicizzato all'indice dei prezzi al consumo (CPI). Anche la maggior parte dei contratti con i principali operatori telefonici (MNO) ha natura pluriennale e prevede una indicizzazione all'inflazione. Ciò conferisce una grande visibilità ai risultati prospettici della società senza esporla al rischio di prezzi "bloccati";
- 8) l'Offerta e quindi anche il conferimento è condizionato all'autorizzazione dal parte del MISE a RAI di continuare a svolgere le proprie attività avvalendosi di Rai Way anche successivamente all'acquisizione del controllo da parte di EI Towers. Ciò comporta che ai fini della valutazione non si debba considerare il rischio di disdetta del contratto per effetto del cambio del controllo di Rai Way;
- 9) la quasi totalità dei ricavi di Rai Way è indicizzata all'indice dei prezzi al consumo, mentre solo una parte limitata dei costi è indicizzata alla dinamica dei prezzi al consumo. Ciò comporta che la marginalità dell'azienda cresca più che proporzionalmente rispetto ai ricavi in un contesto inflazionistico e per la stessa ragione si riduca più che proporzionalmente rispetto ai ricavi in presenza di deflazione (effetto leva sui prezzi al consumo);

⁶ I reports emessi antecedentemente l'annuncio dell'OPASc sono i seguenti:

- Banca Imi, Rai Way, 26 gennaio 2015
- Citi Research, The Italian Tower Industry, 30 dicembre 2014;
- Credit Suisse, Rai Way, 30 dicembre 2014;
- Equita, Rai Way, 9 febbraio 2015
- Exane BNP Paribas, EI Towers Rai Way, 29 gennaio 2015
- Mediobanca, Rai Way, 30 dicembre 2014

- 10) il numero dei siti autorizzabili in Italia per le torri di trasmissione (del segnale televisivo) sono limitati (prevalentemente per ragioni ambientali) e non esistono pertanto concrete possibilità di ingresso sul mercato italiano di nuovi soggetti che volessero replicare attraverso percorsi di crescita organica l'infrastruttura di cui gode Rai Way. L'unica via per l'ingresso nel mercato è rappresentata dall'acquisizione di aziende o di torri già esistenti. In questa prospettiva Rai Way dispone di una infrastruttura unica nel nostro Paese;
- 11) Rai Way presenta un limitato indebitamento accompagnato da una solida capacità di generare cassa;
- 12) la valutazione considera la regolamentazione esistente alla data di riferimento della valutazione e non si basa pertanto su nessuna *special* (o *hypothetical assumption*) relativamente a scenari regolamentari diversi da quelli esistenti.
- 13) la valutazione non considera alcuna variazione dell'ambiente competitivo in cui opera Rai Way che potrebbe conseguire all'acquisizione del controllo di Rai Way da parte di EI Towers, trattandosi a tutti gli effetti di un "*transformational deal*".

1.6 La documentazione raccolta

In assenza di possibilità di accedere ad informazione di natura privata relativa a Rai Way lo scrivente ha svolto la propria stima sulla base dei seguenti documenti, riferiti a Rai ways:

- a) Prospetto IPO;
- b) Reports degli *equity analysts* che seguono il titolo Rai Ways (in precedenza citati).

EI Towers ha reso disponibile inoltre:

- a) l'estratto delle proiezioni alla base del piano *Bank Case* a supporto del finanziamento dell'Offerta (nella versione che esclude le sinergie da integrazione);
- b) la valutazione di Rai Way compiuta dall'*advisor* incaricato dal Consiglio di Amministrazione della società (JP Morgan, "Rai Way acquisition - Board Presentation", 24 Febbraio 2015 + JP Morgan, "Project Roseg - Backup Materials")
- c) le valutazioni compiute ai fini di *impairment test* dell'avviamento al 31.12.2014 iscritto in bilancio di EI Towers.

Lo scrivente ha raccolto altra informazione di natura pubblica e si è avvalso delle banche dati Facset, Zephyr, Amadeus e Dealogic.

1.7 Le principali difficoltà incontrate nella valutazione

Le principali difficoltà incontrate nella valutazione attengono:

- a) all'assenza di una situazione patrimoniale al 31.12.2014 dalla quale desumere la consistenza del patrimonio e la posizione finanziaria netta, circostanza che ha costretto a fare riferimento alle previsioni di consenso degli analisti;
- b) all'assenza di un piano di Rai Way dal quale desumere i risultati prospettici attesi dall'attuale management, circostanza che ha costretto a fare riferimento alle previsioni formulate dagli analisti che seguono il titolo Rai Way;
- c) alla differente estensione degli orizzonti di previsione esplicita degli analisti, circostanza che ha costretto a fare uso delle previsioni riferite all'orizzonte di previsione esplicita più breve coperto da tutti gli analisti;
- d) alla ridotta comparabilità (fatta eccezione per EI Towers) delle società quotate che operano nel settore delle infrastrutture di trasmissione *broadcast* e telefonica. Le principali società quotate sono rappresentate infatti da società statunitensi che gestiscono prevalentemente torri per la diffusione del segnale telefonico prevalendo negli USA la trasmissione *broadcast* via cavo;
- e) alla ridotta comparabilità delle transazioni aventi per oggetto società operanti nel settore di Rai Way. Si tratta infatti per lo più di acquisizioni aventi per oggetto società di piccole dimensioni, non comparabili con Rai Way per dotazione infrastrutturale;
- f) alla circostanza che l'acquisizione di Rai Way da parte di EI Towers si configura come un *transformational deal*, ovvero una operazione di concentrazione in grado di modificare il profilo del settore e all'impossibilità per soggetti esterni diversi da EI Towers di realizzare le sinergie connesse all'integrazione delle infrastrutture di torri di Rai Way e di EI Towers.

2. DESCRIZIONE DEI BENI OGGETTO DI CONFERIMENTO

2.1 Attività svolta e modello di business di Rai Way

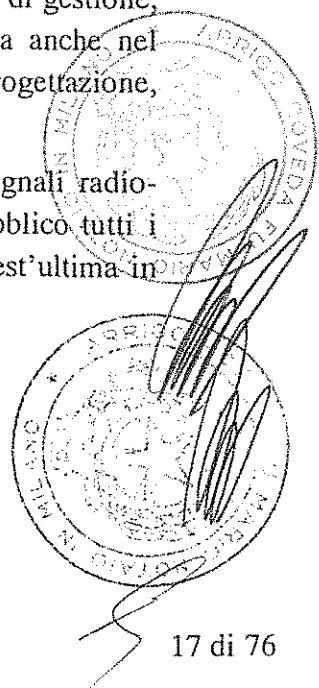
Rai Way è la società del gruppo Rai cui è stato conferito nell'anno 2000⁷ il ramo d'azienda "Divisione Trasmissione e Diffusione" con il mandato di installare e gestire l'infrastruttura tecnica necessaria alla diffusione dei programmi televisivi e radiofonici di Rai, società concessionaria del servizio radiotelevisivo.

Per effetto del conferimento, Rai Way è divenuta il soggetto deputato allo svolgimento delle attività di pianificazione, progettazione, installazione, realizzazione, esercizio, gestione, manutenzione, implementazione e sviluppo degli impianti, delle stazioni, dei collegamenti, e complessivamente della Rete di Trasmissione e di Diffusione dei segnali voce, video e dati di Rai. A Rai Way è stata conferita la titolarità delle infrastrutture e degli impianti per la trasmissione e diffusione dei programmi televisivi e radiofonici di RAI, oltre ai rapporti di lavoro (600 dipendenti circa). Attraverso la costituzione di Rai Way e lo scorporo del ramo d'azienda "Divisione trasmissione e Diffusione" il Gruppo RAI ha enucleato in Rai Way il patrimonio di *know how* e di infrastrutture cumulatosi in un arco temporale lungo 90 anni circa. Alla data della valutazione, Rai Way dispone di una Rete capillare e diffusa su tutto il territorio nazionale, composta da 2.300 siti e caratterizzata da un coefficiente di copertura della popolazione superiore al 99%. Tale Rete consente di erogare servizi su piattaforma terrestre e satellitare, utilizzando sia la tecnologia analogica (prevalentemente con riguardo ai segnali radiofonici) sia la tecnologia digitale.

Rai Way allo stato è un *Tower Operator*, leader nel mercato della offerta di servizi di trasporto e diffusione di segnali radio-televisivi (in tecnica digitale ed analogica). La Società è anche attiva nel mercato del c.d. *tower rental*, costituito dalla offerta di servizi di ospitalità di apparati di trasmissione nelle proprie torri e dei connessi servizi di gestione, prevalentemente a favore di operatori di telefonia mobile. Rai Way opera anche nel mercato dei c.d. servizi di Rete, nel quale offre servizi di consulenza, progettazione, realizzazione, installazione e manutenzione di reti di trasmissione.

Rai Way è leader nel mercato dei servizi di trasporto e diffusione dei segnali radio-televisivi, nel quale eroga in esclusiva alla Concessionaria del Servizio Pubblico tutti i servizi necessari a garantire la regolare trasmissione dei MUX affidati a quest'ultima in concessione.

⁷ Rai Way è stata costituita il 27 luglio 1999 ed è operativa dal 1 marzo 2000.



I mercati di riferimento

Il principale mercato di riferimento di Rai Way è costituito dal *mercato italiano dell'emittenza televisiva*. Esso si caratterizza per una penetrazione della piattaforma digitale terrestre assai maggiore e più stabile rispetto alla media europea; per una maggiore numerosità di operatori di rete e frequenze concesse in licenza; e per la compresenza di due strutture di rete, a differenza degli altri Paesi europei caratterizzati generalmente dalla presenza di un solo *tower operator*.

Tabella 1: Penetrazione della piattaforma digitale in Europa occidentale

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Million households	89,9	108,5	131,3	143	155	165,4	169
DTV penetration	54,0%	65,0%	77,0%	83,0%	89,0%	91,0%	92,0%

Fonte: IT Media Consulting, La svolta digitale, XII Rapporto Annuale.

A seguito della transizione al digitale, che ha ormai raggiunto un coefficiente di penetrazione superiore al 90% nell'Europa occidentale (Cfr: Penetrazione della Tv digitale nell'Europa Occidentale), in Italia l'ascolto televisivo avviene con grande prevalenza su piattaforma digitale terrestre (Cfr. Ascolti televisivi per piattaforma).

Tabella 2: Ascolti televisivi per piattaforma

	Mar 2010	Mar 2011	Mar 2012	Mar 2013	Mar 2014
Analogica terrestre	48,0%	21,3%	11,0%	0,0%	0,0%
Digitale terrestre	35,7%	62,6%	71,9%	84,4%	83,6%
Satellitare	15,1%	15,8%	16,6%	15,5%	16,4%
IPTV	0,3%	0,3%	0,2%	0,1%	0,0%

Fonte: AGCOM, Relazione Annuale 2014

A differenza degli altri paesi dell'Europa Occidentale, in Italia non vi è offerta di Tv via cavo e la penetrazione della piattaforma satellitare si mantiene al di sotto del 20%. Anche la IPTV non si sviluppa, anche in relazione alla limitata diffusione della banda larga.

Concorre a tale penetrazione, anche l'importanza della diffusione della *pay TV* nel nostro Paese e la sua presenza sulla piattaforma digitale terrestre (oltre che satellitare).

Tabella 3: Penetrazione della *pay TV* in Europa (Big 5, 2013)

Francia	63,0%
Germania	17,0%
Italia	35,0%
Spagna	23,0%
Regno Unito	61,0%

Fonte: IT Media Consulting, La svolta digitale, XII Rapporto Annuale.

Caratterizza il mercato televisivo italiano la numerosità dei MUX concessi in licenza agli operatori. Nel nostro Paese sono infatti concessi in licenza 20 MUX nazionali, eserciti da 8 concessionari; contro un massimo di 8 MUX negli altri Paesi europei⁸. Nel mercato dell'emittenza televisiva, l'offerta di Rai Way si caratterizza per la elevata qualità del servizio offerto, per l'importanza e la stabilità delle relazioni commerciali (Rai Way è fornitore esclusivo di Rai, in forza del Nuovo Contratto, caratterizzato da scadenza protratta) e per la leadership tecnologica.

Caratterizza infine il mercato televisivo italiano la presenza contemporanea di più operatori di torri. Negli altri paesi, il mercato delle torri di trasmissione è in genere costituito da un unico operatore indipendente.

Tabella 4: Operatori di torri di trasmissione

Paese	Società	Settore di appartenenza
Regno Unito	Arqiva	Indipendente
Germania	Media Broadcast	Indipendente
Francia	TDF	Indipendente
Spagna	Abertis	Indipendente
Svezia	Teracom	Indipendente
Norvegia	Norkring	Operatore di TLC
Finlandia	Digita OY	Indipendente
Svizzera	Swisscom	Operatore di TLC
Irlanda	RTE NI	Broadcaster
Belgio	Norkring	Operatore di TLC

⁸ Analysis Mason, "Digital terrestrial television in Italy: market investors should be ready to exploit opportunities", August 2014. E' stato considerato anche il MUX affidato a Cairo Communications a seguito del beauty contest svoltosi nel mese di Giugno 2014.

Rai Way è attiva nel *mercato della emittenza radiofonica*, ove offre servizi di trasmissione e diffusione in tecnica analogica e digitale. La copertura del segnale in tecnologia digitale è ancora modesta in Italia, essendo sostanzialmente limitata alle regioni settentrionali. Ancorché non esista un piano di transizione al digitale (con connesso obbligo di spegnimento del segnale analogico), Rai Way è impegnata nello sviluppo di tale attività. Rai Way è attiva anche nel *mercato della comunicazione mobile*, ove offre servizi di ospitalità (ed eventuali servizi accessori). In tale mercato Rai Way offre ospitalità alle infrastrutture attive di trasmissione degli operatori in suoi 690 siti. La domanda di spazio sulle torri rivolta da tali operatori risente dell'andamento della domanda di servizi di comunicazione mobile e delle necessità di *upgrading* delle infrastrutture collegate all'adozione di nuove tecnologie. Nonostante gli operatori in Italia siano in prevalenza proprietari delle rispettive torri, si registra una tendenza alla dismissione di tale area di attività (in una logica di razionalizzazione) ed alla stipulazione di accordi tra operatori, volti a condividere le strutture passive⁹. In tale contesto, Rai Way intende trarre profitto dei programmi degli operatori mobili allo sviluppo della rete 4G/LTE, conseguente all'acquisizione delle frequenze ottenute in asta nel settembre 2011, anche attraverso l'aumento del *tenancy ratio*.

Le attività svolte

Le attività svolte da Rai Way sono riferibili a quattro principali aree:

1. prestazione di servizi di Diffusione, i.e. di trasporto terrestre e satellitare di segnali televisivi e radiofonici agli utenti finali tramite le Reti di Diffusione, a favore di *broadcasters*;
2. prestazione di servizi di Trasmissione di segnali radiotelevisivi attraverso la rete di collegamento e di servizi di Contribuzione, i.e. di trasporto unidirezionale tra siti prestabiliti o all'interno di un'area geografica;
3. prestazione di servizi di infrastruttura *Wireless* e relativi servizi, tra cui servizi di *Tower Rental*, intesi come servizi di ospitalità di impianti di trasmissione nelle postazioni di diffusione, e di servizi di gestione e manutenzione di tali impianti prevalentemente in favore di *Mobile Network Operators*;
4. prestazione di servizi di Rete, come ad esempio servizi di progettazione, realizzazione, installazione, manutenzione di Reti di Comunicazione Elettronica.

⁹ Nell'agosto 2009 Telecom Italia e Vodafone hanno siglato un accordo volto a condividere le rispettive infrastrutture passive. Analysis Mason webinar, Broadcasting and mobile towers: key factors affecting investment opportunities; January 2012.

I clienti

Il cliente principale di Rai Way è il gruppo RAI, con cui la prima intrattiene un rapporto commerciale complesso regolato dal nuovo Contratto di Servizio, stipulato nel luglio 2014. Il Contratto, esaminato in maggiore dettaglio *ultra*, prevede la fornitura in esclusiva di un servizio “chiavi in mano” a RAI, relativo alla installazione, manutenzione e gestione di reti di telecomunicazione nonché alla prestazione di servizi di trasmissione, distribuzione e diffusione di segnali e programmi radiofonici e televisivi. La caratterizzazione “chiavi in mano” del servizio prestato da Rai Way alla controllante Rai discende dal fatto che Rai Way è proprietaria anche delle strutture c.d. attive di trasmissione.

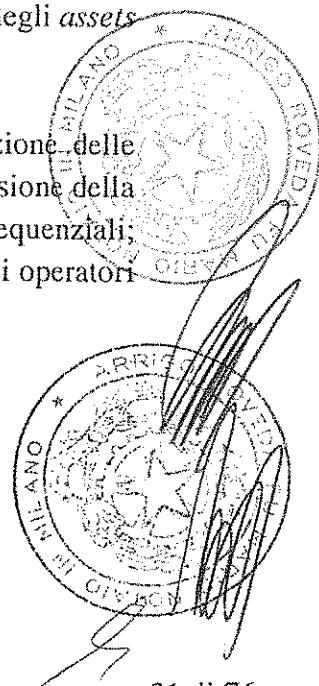
Oltre che alla capogruppo RAI, Rai Way vende i suoi servizi ad una gamma variegata di operatori, principalmente riferibili a :

- *broadcasters*, emittenti radiotelevisivi nazionali e locali;
- operatori di telecomunicazione, tra cui principalmente operatori di telefonia mobile;
- Pubbliche Amministrazioni e società private.

Il modello di business

Il modello di business di Rai Way si caratterizza per:

- un grado elevato di visibilità e stabilità, grazie alla sottoscrizione di contratti commerciali di medio-lungo termine;
- un basso grado di rischio, grazie al controllo degli *assets* critici non replicabili (infrastruttura di rete, personale specializzato, competenze tecniche) necessari allo svolgimento dell'attività svolta ed allo sviluppo di nuove attività correlate;
- una elevata redditività, grazie all'elevato livello di efficienza operativa degli *assets* ed alle azioni di razionalizzazione dei costi realizzate;
- una elevata capacità di generazione di cassa;
- opportunità di crescita collegate: nel settore *broadcasting* alla evoluzione delle tecniche trasmissive (adozione dello standard DVB-T2, e collegata diffusione della programmazione in alta definizione) ed alla ridefinizione delle risorse frequenziali; nel settore del *tower rental* allo sviluppo delle reti 4G/LTE da parte degli operatori di telecomunicazioni mobili.



I principali contratti

Il principale contratto di Rai Way è costituito dal Nuovo Contratto di Servizio sottoscritto con la controllante Rai il 31 luglio 2014 (con efficacia dal 1 Luglio 2014), ai sensi del quale la Società fornisce in esclusiva a Rai tutti i servizi relativi e/o connessi allo sviluppo delle Reti di Comunicazione necessari per garantire:

- la regolare trasmissione e la diffusione dei MUX concessi in licenza a Rai, comprensivi di contenuti audio-video di Rai e/o di terzi;
- la regolare trasmissione del segnale radiofonico e/o televisivo relativo a contenuti audio e/o video facenti capo a Rai;
- il regolare assolvimento degli obblighi di Servizio Pubblico di RAI¹⁰.

Esso altresì conferisce a Rai Way un diritto di prima negoziazione relativamente alla fornitura di eventuali nuovi servizi (c.d. “evolutivi”, relativi allo sviluppo di nuove reti di comunicazione oppure a nuove tecnologie o standard trasmissivi) non rientranti nell'accordo, che si rendessero necessari a RAI in relazione alla evoluzione della tecnologia. Il Nuovo Contratto di servizio prevede una durata iniziale di sette anni a partire dalla sua data di efficacia (1 luglio 2014) e rinnovi taciti alla scadenza per ulteriori periodi di sette anni, fino a una durata massima di ventuno anni. Ciascuna parte può disdettare il contratto in coincidenza con ciascuna scadenza settennale, con un preavviso di dodici mesi. Il Contratto infine prevede limitazioni al diritto di recesso per RAI per i primi sette anni, limitandolo a eventi di forza maggiore, o al verificarsi di modificazioni istituzionali (quali la revoca di uno e/o più MUX). Il recesso è poi liberamente esercitabile a partire dal settimo anno, dietro pagamento di penale. Il corrispettivo convenuto a favore di Rai Way per la prestazione dei servizi descritti è determinato in un importo annuo fisso (Euro 175.000.000 per l'intero anno 2015), rivalutatosi annualmente dal gennaio 2016 sulla base dell'indice dei prezzi al consumo.

Altri contratti degni di nota sono i contratti stipulati con gli operatori di telefonia (MNO)¹¹, i quali si caratterizzano per una durata generalmente pari a sei anni. Nell'anno 2014 sono stati rinegoziati tre dei quattro principali contratti di *Tower Rental*. I nuovi contratti prevedono: una articolazione del corrispettivo in due parti, una fissa e una variabilizzata suscettibile di attivarsi al superamento di una soglia base definita in termini

¹⁰ Rai svolge il Servizio Pubblico generale radiotelevisivo sulla base di convenzione stipulata nel 1994 con il Ministero e valida sino al 6 maggio 2016. Ai sensi della Convenzione Rai stipula a cadenza triennale un apposito contratto di servizio con il ministero, il quale disciplina a livello tecnico le modalità e gli standard qualitativi relativi alla erogazione del Servizio Pubblico da parte di Rai, nonché le specifiche in materia di qualità tecnica e gestione degli impianti di diffusione del segnale. L'ultimo contratto stipulato è in *prorogatio* dal 2012.

¹¹ I primi quattro clienti terzi di Rai Way (diversi da Rai) sono tutti operatori di telefonia mobile (Telecom Italia Spa, Vodafone Omnitel B.V., Wind Telecomunicazioni SpA, H3G SpA). Complessivamente da essi Rai Way ha ritratto una quota pari al 11,7% dei ricavi nei primi nove mesi del 2014 (dati pro-forma).

di numero di apparati installati presso i Siti di Rai Way; e soluzioni commerciali innovative volte ad incentivare il consolidamento della relazione commerciale nell'ambito di progetti di sviluppo di reti di nuova generazione a fronte dell'impegno triennale dell'operatore a non dismettere postazioni. Il fattore incentivante è differenziato in relazione alla presenza contemporanea di più operatori (mobili) nello stesso Sito. Esso è volto a massimizzare il *tenancy ratio* in capo alla Società, tenuto conto dell'importante effetto leva che esso contribuisce a generare. L'addizione di ospiti marginali sulle torri si caratterizza infatti per costi/investimenti marginali estremamente ridotti¹².

Larga parte dei corrispettivi previsti dai contratti sono oggetto di rideterminazione annuale sulla base dell'andamento dell'indice dei prezzi al consumo.

La dotazione di assets

Rai Way dispone di 2.300 siti dotati di infrastrutture e impianti per la trasmissione e diffusione dei segnali radiotelevisivi sull'intero territorio nazionale, di 23 sedi operative e di un organico altamente specializzato costituito da circa 600 risorse. La Rete si caratterizza per la massima copertura del territorio, con un coefficiente di copertura della popolazione superiore al 99%. Il 39% dei siti di Rai Way si caratterizza per essere in piena proprietà, essendo la società proprietaria di tutti gli elementi fisici fondamentali che compongono il sito; il 25% consiste di siti il cui terreno viene ceduto in locazione a Rai Way da terzi (prevalentemente enti pubblici); il residuo 36% riguarda invece siti nei quali la società è proprietaria dei soli sistemi trasmissivi.

Tabella 5: Ripartizione dei siti di Rai Way in relazione al titolo di proprietà

Siti in piena proprietà	39%
Siti con terreni non di proprietà	25%
Ospitalità passive	36%

Con riguardo invece alle caratteristiche tecnico-dimensionali degli *assets*, la ripartizione per tipologie mostra che il 6% dei siti è costituito da Centri Trasmissivi, di grandi dimensioni, ubicati in posizioni ottimali per la copertura del territorio, consentendo il raggiungimento di ampi bacini di utenza. A tali impianti si attribuisce la capacità di raggiungere l'80% della popolazione coperta; l'11% è costituito da Ripetitori, tecnicamente analoghi ai Centri trasmissivi ma caratterizzati da inferiori dimensioni e

¹² E' stato stimato che a fronte di una necessità pari a minimo 150.000 US\$ per realizzare una nuova torre, siano sufficienti circa 10.000 US\$ per accomodare l'ospite marginale. Analysis Mason, cit. sl.30.

capacità di copertura; il residuo 83% è infine costituito da micro ripetitori, di dimensione e capacità di copertura ridotte.

Tabella 6: Ripartizione dei siti di Rai Way in relazione al livello di copertura

	Frequenza Copertura	
	6%	80%
Centri trasmittenti	6%	80%
Ripetitori	11%	10%
Microripetitori	83%	9%

2.2 Situazione patrimoniale ed economica di Rai Way

La già citata rinegoziazione dei termini del Contratto di Servizio, avvenuta il 31 luglio u.s., ha generato un'importante discontinuità nella rappresentazione della situazione patrimoniale ed economica di Rai Way. In particolare, il Nuovo Contratto disciplina le condizioni dei servizi che Rai Way è tenuta ad offrire in esclusiva a Rai, ed in questo ambito include un leasing operativo avente ad oggetto l'infrastruttura di rete di proprietà di Rai Way, a differenza del Contratto di Servizio precedente che includeva un leasing finanziario sullo stesso oggetto. In conseguenza della citata modificazione, si sono prodotte le seguenti variazioni nella modalità di rendicontazione contabile:

a) Sotto il profilo patrimoniale:

- a. la iscrizione di Attività materiali e Attività immateriali componenti la Rete, cui corrisponde in contropartita la eliminazione contabile dei crediti finanziari vantati dalla Società nei confronti di Rai per effetto del leasing finanziario (cessato con il Contratto di Servizio 2000-2014);
- b. la riclassificazione delle Rimanenze rappresentate dai Lavori in corso su ordinazione fra le Attività materiali in corso e acconti¹³;
- c. il riconoscimento di un Fondo smantellamento e ripristino siti, determinato sulla base del valore attuale dei costi che la Società stima di dover sostenere in futuro per ripristinare le aree in affitto allo stato in cui esse si trovavano precedentemente alla installazione delle opere ivi realizzate .

b) Sotto il profilo economico:

- a. la rilevazione fra i Ricavi della componente dei corrispettivi contrattuali che nell'ambito della rappresentazione contabile del leasing finanziario implicito nel vecchio Contratto era rilevata a decurtazione del credito finanziario vantato dalla Società nei confronti di Rai;
- b. la rilevazione di quote di ammortamento sistematico sulla base delle vite utili economico-tecniche delle Attività materiali ed immateriali iscritte;
- c. la cessazione dell'addebito di interessi attivi sui crediti vantati nei confronti di Rai nell'ambito del leasing finanziario, venuto meno con l'entrata in vigore del nuovo Contratto.

Di conseguenza, sono stati costruiti un Conto economico novestrale al 30 settembre 2014 e un Conto Economico per l'esercizio 2013 pro-forma al fine di rappresentare

¹³ Per effetto di questa riclassifica è anche cambiata la modalità di iscrizione degli investimenti nella Rete, i quali nella vigenza del vecchio Contratto venivano inizialmente registrati tra le rimanenze di magazzino e successivamente riclassificati come crediti finanziari al momento della cessione degli stessi in leasing finanziario a Rai (p 108 Prospetto). A partire dal 1 luglio 2014, tali investimenti vengono invece iscritti tra le Investimenti in Attività Materiali.

retroattivamente gli effetti della sottoscrizione del Nuovo Contratto di Servizio, del Nuovo Contratto Passivo di Servizi¹⁴ e dell'accordo integrativo al Contratto di Locazione e fornitura di servizi connessi, e per tale via, simulare gli effetti economici e patrimoniali conseguenti che ne sarebbero derivati se la sottoscrizione fosse avvenuta in data 1 gennaio 2014. Entrambi i documenti sono stati assoggettati a revisione contabile. La sottoscrizione dei nuovi contratti non ha modificato la titolarità giuridica sugli *assets*, bensì la modalità di rappresentazione contabile del contratto di locazione della rete e le tariffe applicate tanto per i servizi prestati da Rai Way a Rai quanto per quelli prestati da quest'ultima a Rai Way (nell'ambito dei contratti Passivo e di Locazione). L'analisi che segue si concentra sui soli dati pro-forma, tenuto conto della perdita di significatività dei dati storici a seguito della sottoscrizione del Nuovo Contratto.

La situazione patrimoniale

Tabella 1: Situazione Patrimoniale Riclassificata di Rai Way al 30.9.2014

	9M14 Actual
Attività materiali	246.149
Attività immateriali	566
Differite attive	5.335
Attività finanziarie non correnti	343
Capitale Immobilizzato	252.393
Capitale circolante commerciale netto	8.133
Capitale Investito	260.526
 Patrimonio Netto	 147.483
Posizione Finanziaria Netta	72.972
Benefici per i dipendenti	21.150
Altre passività	18.921
	260.526

La situazione patrimoniale della Società al 30.9.2014 mostra il prevalere del Capitale Immobilizzato, pari a circa il 97% della consistenza del capitale investito. Le attività immobilizzate sono pressoché integralmente costituite da Attività materiali (immobili, impianti e attrezzature relative alla reti di trasmissione).

La Società mostra un modesto livello di indebitamento. L'incidenza della Posizione finanziaria netta sul Capitale Investito al 30 settembre 2014 è pari al 33%. Al 30 settembre 2014, la Società deteneva un contratto di gestione della tesoreria centralizzata

¹⁴ Cfr ultra, al punto La struttura dei costi.

affidata alla controllante RAI, in forza del quale avveniva il trasferimento giornaliero dei saldi positivi e negativi su apposito conto inter-societario. Ad esso era attribuibile il 98% della posizione finanziaria a quella data. A seguito della quotazione, la Società intende dotarsi di una politica finanziaria autonoma, attraverso la risoluzione di tale contratto di gestione della tesoreria centralizzata e la stipula di un Nuovo Contratto di Finanziamento con primari istituti bancari. In tale ambito, la Società provvederà alla estinzione dell'attuale rapporto di finanziamento della controllante.

La situazione economica

Tabella 2: Ricavi di Rai Way per l'esercizio 2013 e per i 9M2014 pro-forma

€ migliaia	2013 PF	%	9M14 PF	%
Ricavi da RAI	172.067	82,6%	128.909	83,1%
Ricavi da Terzi	36.230	17,4%	26.340	17,0%
Ricavi da Servizi di Diffusione (altri clienti)	1.500	0,7%	770	0,5%
Ricavi di Servizi di Trasmissione (altri clienti)	830	0,4%	490	0,3%
Servizi di Tower Rental	33.300	16,0%	24.700	15,9%
Servizi di Rete	600	0,3%	380	0,2%
Ricavi totali	208.367	100,0%	155.210	100,0%

L'83% ca dei Ricavi di Rai Way deriva dallo svolgimento di attività presso la controllante Rai, in forza del già citato Contratto di Servizio. Il residuo 17% deriva dallo svolgimento di attività presso terzi, tra cui principalmente l'attività di *Tower Rental a Mobile Network Operator*. L'incidenza di questa tipologia di ricavi è pari al 16% dei Ricavi complessivi e a circa il 94% dei ricavi da terzi.

Tabella 3: Grado di concentrazione dei ricavi di Rai Way per cliente

	2013 PF	%	9M14 PF	%
Primo cliente (Rai)	172.067	82,6%	128.909	83,1%
Primi 4 clienti (diversi da Rai)	24.737	11,9%	18.205	11,7%
Altri	11.564	5,5%	8.096	5,2%
	208.368	100,0%	155.210	100,0%

L'analisi del grado di concentrazione dei ricavi per cliente mostra che la percentuale dei ricavi derivanti dalla prestazione di servizi di *Tower Rental* riconducibili ai quattro operatori di telefonia domestici clienti di Rai Way è pari a 11,7% (e cioè al 74% circa dei ricavi complessivi di questa area di attività).

Come già rilevato, la rinegoziazione del Contratto di Servizio rende non significativa l'analisi della dinamica storica dei ricavi, con riguardo alla componente relativa ai servizi prestati alla controllante. La dinamica dei ricavi 2014 (proporzionata ad anno) rispetto al 2013 pro-forma mostra una lieve diminuzione (-4%).

La struttura dei costi

Contemporaneamente alla rinegoziazione del Contratto di Servizio, Rai Way e la controllante RAI hanno anche rinegoziato il Nuovo Contratto Passivo di Servizi e il Contratto di Locazione. Il primo regola le condizioni alle quali Rai fornisce alla Società servizi *corporate* (tra cui: servizi di Amministrazione, servizi Generali, Servizio di Centro ricerche e Innovazione Tecnologica, Servizio di Amministrazione del Personale). Il costo annuo connesso alla erogazione di tali servizi si riduce di Euro 2,29 milioni, passando da Euro 7,99 milioni a Euro 5,69 milioni. L'Accordo integrativo al Contratto di Locazione e di fornitura di servizi connessi riguarda le condizioni alle quali la controllante cede in locazione immobili di proprietà alla controllata Rai Way. Il canone di locazione annuale si riduce di 1,09 milioni, passando da Euro 8,08 milioni a Euro 6,99 milioni. I Conti Economici pro-forma si fondano sulla rappresentazione in chiave retrospettiva anche di queste variazioni contrattuali intercorse. Le altre categorie di costo rimangono invece immutate.

Complessivamente, nell'anno 2013 la struttura dei costi operativi ha una incidenza pari a circa il 75,5% dei ricavi pro-forma (72,4% nei primi nove mesi del 2014), cui consegue un tasso di marginalità operativa pari a 24,5% (27,6% nei primi nove mesi del 2014). Al netto degli Ammortamenti e delle svalutazioni, tale incidenza scende al 51% (50,1% nei primi nove mesi del 2014), cui consegue un tasso di marginalità operativa lorda pari a 49% circa (50% nei primi nove mesi del 2014). In questo ambito il costo per il personale è la componente più rilevante (24% circa dei Ricavi totali nel 2013, 21,3% nei primi nove mesi del 2014). La riduzione del costo del personale trae beneficio dal piano straordinario di incentivazione all'esodo volontario varato dalla Società nel 2013 con obiettivi di razionalizzazione dei costi e di avvicendamento delle risorse. All'iniziativa hanno aderito 42 dipendenti, a fronte di oneri per la Società complessivamente pari a Euro 3,56 milioni. I costi per servizi, complessivamente pari a Euro 51,8 milioni (Euro 41,24 nei primi nove mesi del 2014), mostrano una incidenza pari a circa il 25% dei Ricavi (26,6% nei primi nove mesi del 2014). Essi riguardano principalmente: costi per prestazioni da contratto di servizio *intercompany* (Euro 15,9 milioni, pari a circa il 7,6% dei Ricavi). Tali costi si riferiscono alla fornitura di servizi corporate da parte della Capogruppo descritti *supra*. La loro incidenza è prevista diminuire a seguito della citata rinegoziazione; costi per Utenze,

tra cui prevalentemente Energia Elettrica (Euro 15,9 milioni, pari a ca il 7,6% dei Ricavi 2013 pro-forma, in crescita per effetto dell'incremento delle tariffe); costi per affitti e noleggi (Euro 11,34 milioni, pari a circa il 5,4% dei Ricavi), relativi ai costi sostenuti per l'affitto di fabbricati e per il noleggio di impianti e apparati, in riduzione grazie anche a politiche di ottimizzazione.

Tabella 4: Risultati di Rai Way per l'esercizio 2013 e per i 9M2014 pro-forma

€ migliaia	2013 PF	%	9M14 PF	%
Ricavi da RAI	172.067	82,6%	128.909	83,1%
Ricavi da Terzi	36.230	17,4%	26.340	17,0%
Ricavi totali	208.367	100,0%	155.210	100,0%
Altri ricavi e proventi	2.487	1,2%	2.940	1,9%
Costi per acquisti materiali di consumo	-1.862	-0,9%	-1.192	-0,8%
Costi per servizi	-51.816	-24,9%	-41.243	-26,6%
Costi per il personale	-49.705	-23,9%	-33.136	-21,3%
Altri costi	-3.015	-1,4%	-2.185	-1,4%
Tot costi op	106.398	51,1%	77.756	50,1%
Ammortamenti e svalutazioni	-52.159	-25,0%	-37.572	-24,2%
Accantonamenti	-1.185	-0,6%		0,0%
Tot costi op + ammti	159.742		115.328	
Utile operativo	51.112	24,5%	42.822	27,6%
Proventi finanziari	71	0,0%	174	0,1%
Oneri finanziari	-3.199	-1,5%	-1.610	-1,0%
Totale proventi e oneri finanziari	-3.128	-1,5%	-1.436	-0,9%
Utile prima delle imposte	47.984	23,0%	41.386	26,7%
Imposte sul reddito	-17.157	-8,2%	-14.490	-9,3%
Utile del periodo	30.827	14,8%	26.896	17,3%

Investimenti

La principale attività di investimento della Società riguarda la Rete di trasmissione e consiste in interventi volti alla sua estensione, al mantenimento dei livelli di servizio attesi nonché all'adeguamento degli standard tecnologici. Tali investimenti si articolano su una successione di attività prolungate nel tempo, talché tali investimenti possono richiedere tempi non brevi per entrare a far parte della capacità produttiva aziendale¹⁵. Negli anni

¹⁵ Le principali attività richieste dall'attività di investimento nella Rete consistono in: acquisizione della disponibilità dei terreni su cui realizzare i siti; progettazione edile, radioelettrica, tecnologica degli impianti; realizzazione e adeguamento delle infrastrutture per l'installazione di Apparecchiature, Impianti e sistemi di

passati, la Società ha sostenuto importanti investimenti di digitalizzazione della Rete utile alla trasmissione del segnale televisivo in tecnica digitale. Con il completamento della transizione al digitale, avvenuta nel 2012, l'attività di investimento aziendale si è ridotta, portandosi al 10% circa dei ricavi.

Tabella 5: Evoluzione degli investimenti nella Rete

€ migliaia	9M 2014	2013	2012	2011
Investimenti nella Rete	11.366	22.871	75.667	88.037
Investimenti/Ricavi p.f.	n.s.	11,0%	n.d.	n.d.

Nell'ultimo periodo (Esercizio 2013 e primi nove mesi 2014), l'attività di investimento della Società si è concentrata sulla manutenzione e sull'*upgrading* tecnologico, parte dei quali richiesti ai fini dell'assolvimento degli obblighi di servizio, quali gli investimenti relativi al completamento della digitalizzazione della rete (radio), all'ampliamento della copertura dei segnali in HD e al miglioramento della ricezione del MUX1.

antenna; fornitura e installazione di Apparecchiature e impianti ; direzione lavori e collaudi delle opere, delle Apparecchiature e degli Impianti. (Prospetto, p 109)

3. APPROCCIO VALUTATIVO E DESCRIZIONE DEI METODI DI VALUTAZIONE

3.1 La scelta del criterio principale di valutazione

Gli approcci di valutazione normalmente utilizzati ai fini della stima del valore delle aziende (qualunque sia la configurazione di valore ricercata) sono:

1. l'approccio del reddito (*income approach*);
 2. l'approccio di mercato (*market approach*);
 3. l'approccio patrimoniale (*asset approach* o *cost approach*);
- o loro varianti conosciute come criteri misti patrimoniali e reddituali.

Ai fini della scelta del criterio di valutazione più adatto a fungere da criterio principale occorre considerare quattro elementi principali:

- a) la finalità della valutazione;
- b) il bene oggetto di conferimento;
- c) le caratteristiche dell'azienda oggetto di valutazione;
- d) l'informazione disponibile.

Di seguito un'analisi di ciascuno dei profili rilevanti.

a) La finalità della valutazione

Oggetto dell'incarico è la stima ai sensi del secondo comma, lettera b) dell'articolo 2343-ter del Codice Civile, del valore del 100% delle azioni di Rai Way S.p.A. al 31.12.2014. Lo scopo che la richiamata disposizione di legge intende perseguire è evitare che, attraverso una sopravvalutazione dei beni conferiti, il patrimonio della società conferitaria risulti artificiosamente incrementato. La valutazione a fini di conferimento deve pertanto essere ispirata ad un generale principio di prudenza. Tale principio deve garantire che il valore dei beni conferiti rappresenti un valore in atto e non un mero valore potenziale.

b) Il bene oggetto di conferimento

Oggetto di conferimento è la totalità del pacchetto azionario di Rai Way S.p.A. in una prospettiva *stand alone*. Ciò comporta che oggetto di valutazione è un pacchetto azionario che trasferisce il controllo delle attività di Rai Way così che, di conseguenza, la valutazione deve essere compiuta adottando la prospettiva del controllo e non di quella dell'azionista di minoranza.

c) Le caratteristiche dell'azienda oggetto di valutazione

Rai Way, come si è descritto nel precedente capitolo si caratterizza per i seguenti elementi qualificanti:

- i. è un operatore infrastrutturale non replicabile, dotato di una infrastruttura di torri di alta qualità, pienamente integrata in grado di offrire servizi su base *one-stop shop*, in un contesto di scarsità di siti strategici “liberi”;
- ii. è caratterizzato da un business dotato di alta visibilità (intesa come prevedibilità dei risultati attesi), principalmente per la natura pluriennale dei contratti con la clientela e per gli elevati costi di *switch* per la clientela stessa;
- iii. gode della stabilità del principale cliente (RAI) e di un contratto con questi rinnovabile per un arco temporale complessivo di 21 anni;
- iv. ha una elevata dotazione di beni intangibili (*in primis*, i contratti con i clienti) non iscritti in bilancio (in quanto di formazione interna);
- v. è in grado di mantenere e accrescere il valore reale dei risultati in un contesto inflazionistico per via della quasi totale indicizzazione dei ricavi all'inflazione e di una limitata indicizzazione dei costi all'inflazione stessa;

d) L'informazione disponibile

A questo riguardo, oltre a richiamare il fatto che lo scrivente ha dovuto fare affidamento esclusivamente su informazione pubblica, vanno altresì rilevati:

- i. l'assenza di società e di transazioni comparabili che possano fornire una base solida di riferimento ai fini della valutazione. Ciò ha condotto lo scrivente a scartare l'uso dell'approccio di mercato come metodo principale e ad utilizzare l'approccio di mercato come mero criterio di controllo;
- ii. una elevata dotazione di intangibili di formazione interna (la quotazione di borsa del titolo Rai Way al 23 febbraio 2015 – pari ad euro 3,69 - esprimeva un multiplo rispetto al patrimonio netto contabile¹⁶ *Price-to-Book Value per share* pari a 6,34x. Il prezzo di Offerta, pari ad euro 4,50 per azione esprime un multiplo *Price-to-Book Value per share* pari a 7,72x) e di natura specifica (tipicamente il contratto con Rai costituisce un *asset* intangibile peculiare di Rai Way). Ciò ha condotto, in assenza di informazione privata che potesse permettere una stima analitica della

¹⁶ Book value per share (mediana della stima degli analisti) al 31.12.2014 pari a 0,5929.

- dotazione dei beni intangibili di Rai Way, a scartare l'uso di criteri patrimoniali (con valutazione autonoma dei beni intangibili)¹⁷;
- iii. la disponibilità di previsioni formulate dagli *equity analysts* che seguono il titolo Rai Way fondate su analisi approfondite del business e dei suoi rischi riportate negli *initial coverage reports* degli analisti stessi (essendo Rai Way una recente matricola di borsa). Ciò ha indotto lo scrivente a ritenere che la migliore stima del valore dei beni oggetto di conferimento fosse ottenibile attraverso un approccio reddituale (*income approach*). Nell'ambito di tale approccio lo scrivente ha selezionato come criterio di elezione il *Discounted Cash Flow* – DCF nella versione *asset side*. Tale criterio ricava il valore dell'*equity* dell'entità oggetto di valutazione (ovvero il valore del 100% delle azioni di Rai Way) per differenza fra il valore delle attività (c.d. *Enterprise Value*) ed il debito finanziario netto. Il valore delle attività è ottenuto scontando i flussi di cassa *unlevered* ad un costo del capitale medio ponderato (wacc) espressivo di una struttura finanziaria normale (che non coincide con la struttura finanziaria effettiva della società, quando questa non esprime una struttura finanziaria ottimizzata).

Tutto ciò premesso lo scrivente si è attenuto al principio di prudenza nei vari passaggi dell'applicazione del criterio principale (DCF). In particolare lo scrivente ha scelto di:

1. non formulare alcuna autonoma previsione dei risultati operativi attesi di Rai Way;
2. non fare uso delle proiezioni utilizzate dall'*advisor* di cui si è avvalsa EI Towers;

e di fondarsi invece sul consenso (mediana) delle previsioni degli analisti di mercato riferite al solo orizzonte di previsione esplicita per il quale fossero disponibili le previsioni di tutti gli analisti. La scelta va intesa nel senso di aver voluto: a) attribuire (in assenza di informazione privata) massimo peso all'informazione di fonte esterna e b) rendere più facilmente verificabile la natura degli *input* chiave della valutazione. Pertanto la valutazione esclude qualsiasi intervento di ottimizzazione o di scalabilità del *network* delle torri di Rai Way attraverso un incremento del *tenancy ratio*¹⁸ diverso da quello che il

¹⁷ Il valore delle attività intangibili può naturalmente essere colto anche attraverso valutazioni fondate su criteri reddituali. Cfr. in tal senso Stephen Penman "Accounting for Intangible Assets: there is also an Income Statement, CEASA-Center for Excellence in Accounting and Security Analysis, Columbia University, Occasional Paper, June 2009. Scaricabile dal sito: www8.gsb.columbia.edu/rf/files/ceasa/SP%20Occasional%20Paper%20-%20Intangible%20Assets%20final.pdf

¹⁸ *Tenancy ratio* si riferisce al numero medio di *tenants* per torre, ovvero il numero medio di operatori che affittano lo spazio sulle torri o direttamente le infrastrutture attive delle torri. Maggiore è il numero di *tenants* maggiore è il ricavo per torre e di riflesso più breve è il *payback period* per l'operatore infrastrutturale.

consenso degli analisti di mercato si attende verrà realizzato dal management di Rai Way in prospettiva *stand alone*. Ciò equivale a dire che la valutazione non considera nessun premio di ottimizzazione di natura operativa.

Nella stima del saggio di sconto (*wacc*) si è assunta invece una struttura finanziaria ottimizzata, diversa dalla struttura finanziaria corrente di Rai Way in quanto quest'ultima presenta margini rilevanti di capacità di indebitamento non ancora sfruttata¹⁹. Poiché:

- a) la capacità di indebitamento non sfruttata è fonte di valore in atto (e non di valore potenziale, essendo legata alla capacità dell'impresa di generare Ebitda corrente);
- b) la ottimizzazione della struttura finanziaria è una politica che il soggetto che detiene il controllo può realizzare in ogni momento senza costi, al contrario degli azionisti di minoranza;

nella prospettiva della valutazione della totalità delle azioni di Rai Way è necessario considerare tale beneficio.

La struttura finanziaria ottimizzata è stata fatta coincidere con un rapporto "Debito finanziario netto/Ebitda" pari a 2,5x (corrispondente alla struttura finanziaria obiettivo dichiarata anche da EI Towers nella presentazione del proprio piano finanziario al 30 settembre 2014²⁰, quindi antecedente all'OPASc). Va segnalato che l'integrale adesione all'Offerta comporterebbe per EI Towers l'assunzione di un livello di debito finanziario pari a circa cinque volte l'Ebitda²¹, ancorché destinato a ridursi per via della generazione di cassa operativa, ma comunque ben superiore alla struttura finanziaria considerata ottima ai fini della presente relazione.

¹⁹ Come è noto l'aumento del *leverage* entro limiti normali (ovvero in assenza di costi di dissesto) accresce il valore dell'impresa per effetto del beneficio fiscale della deducibilità degli oneri finanziari.

²⁰ "In absence of visibility on transformational transactions in the next quarters, EI Towers management view is to proceed with a progressive releverage of the company up to 2.5x Net Debt Ebitda [note: gearing level compatible, according to Company's estimates, with an Investment Grade rating status"]. within the Business Plan time horizon" EI Towers- Investor Day, Milan, 30 september 2014, slide pag. 60

²¹ "Il Gruppo Ei Towers post Offerta avrà una struttura del capitale più efficiente (indebitamento pro-forma di c. 5x EBITDA, ovvero c. 40% delle fonti in linea con gli altri operatori internazionali leader di settore" Comunicato di EI Towers del 24 Febbraio 2015, pag. 5.

3.2 Discounted Cash Flows

La stima del valore della totalità delle azioni Rai Way è ottenuta per somma algebrica dei seguenti addendi/minuendi:

- A. Enterprise Value (addendo): stimato sulla base del criterio *Discounted Cash Flow* – *DCF* in versione *Asset Side*;
- B. Posizione Finanziaria Netta al 31.12.2014 (minuendo): così come desunta, in assenza di informazioni pubbliche di fonte Rai Way al 31.12.2014, dalle stime degli *equity analysts* che seguono il titolo Rai Way, pari a 66 milioni di euro;
- C. Passività relativa al trattamento fine rapporto al 31.12.2014 (minuendo): così come desunto dai *report* di *Banca IMI* ed *Exane BNP Paribas*, pari a 21 milioni di euro.

La formula di valutazione dell'*Enterprise Value* è costituita dal *Discounted Cash Flow* per cui il valore delle attività è pari alla somma tra:

1. il valore attuale dei flussi di cassa *unlevered* (*Free Cash Flows* – *FCF*) lungo un orizzonte di previsione di quattro anni (2015-2018²²) così come desunti dal consenso degli *equity analysts*, al netto degli opportuni aggiustamenti per tener conto dell'eterogeneità dei dati e di aggiornamento degli stessi alle ultime informazioni disponibili;
2. il valore attuale dei flussi di cassa realizzabili oltre il periodo di previsione esplicita, normalizzati per tener conto di un orizzonte indefinito.

La formula utilizzata è la seguente:

Enterprise Value

$$= \sum_{t=2015}^{2018} \frac{FCF_t}{(1+WACC)^{t-2014}} + \frac{1}{(1+WACC)^{2018-2014}} \times \frac{FCF_{2018}^{TV} \times (1+g)}{(WACC-g)}$$

dove:

- FCF_t = *Unlevered Free Cash Flow* (anche *Free Cash Flow* o flusso di cassa operativo) nel periodo di previsione esplicita;
- FCF_{2018}^{TV} = *Unlevered Free Cash Flow* (anche *Free Cash Flow* o flusso di cassa operativo) utilizzato ai fini della costruzione del valore terminale, normalizzato in relazione a componenti di risultato che non sono ripetibili a tempo indefinito;
- WACC = costo medio ponderato del capitale;
- g = saggio di crescita degli FCF.

²² Il rationale di tale scelta è descritto in seguito nel paragrafo in cui sono descritti i flussi rilevanti.

3.3 I flussi rilevanti

Come accennato in precedenza la stima del valore di Rai Way, in assenza di un piano comunicato al mercato, si è dovuta fondare su informativa pubblica e, in particolare, sulle stime di consenso degli *equity analysts* che seguono il titolo Rai Way. La tabella 1 riporta le stime di consenso degli analisti per ciascuna variabile economica, così come riportate nei *reports* censiti al 23 Febbraio 2015²³.

Dall'analisi dei flussi di cassa stimati dagli analisti emerge che:

1. la maggior parte degli analisti (4 su 6) effettua previsioni economiche sino al 2018, nonostante vi sia elevata visibilità sul business per un orizzonte temporale più protratto grazie al fatto che i principali contratti hanno durata ben oltre il 2018;
2. solo due analisti (*Exane BNP Paribas* e *Banca IMI*) considerano, separatamente dalle stime di *capex*, il valore attuale degli oneri necessari a ripristinare i siti dove sono insediate le torri. La maggior parte degli analisti cattura tale componente all'interno della stima del *capex* di piano, mentre i due analisti citati²⁴ considerano una *provision* pari al valore attuale degli oneri futuri scontati al WACC;
3. tutti i *free cash flow* degli analisti presentano al 2018 ammortamenti superiori rispetto ai *capex*, per via del picco di investimenti sostenuti in passato (passaggio dall'analogico al digitale) e nei primi due anni di piano, necessari completamento dell'ammodernamento della rete di trasmissione. Tali investimenti hanno natura straordinaria (come confermato dai report degli analisti e dal *management* EI Towers) in quanto legati allo *switch off* e al completamento del passaggio alla piattaforma digitale;
4. tutti gli analisti, eccetto *Exane BNP Paribas*, hanno tenuto conto di un'aliquota d'imposta marginale²⁵ che non considera i benefici derivanti dall'art 1, comma 20 della legge 190/2014 (Legge di Stabilità).

²³ L'elenco completo dei reports su Rai Way resi disponibili da EI Towers è riportato in nota 6 del paragrafo 1.5.

²⁴ In realtà Banca IMI esplicita il metodo di calcolo della *provision* mentre Exane BNP Paribas presenta tale importo sotto la voce "*Provision for risk & charges – Allowances*".

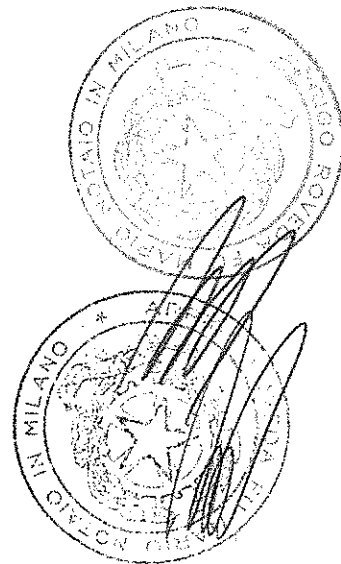
²⁵ L'aliquota è definita marginale quando raccoglie in sé gli effetti fiscali delle imposte sul reddito (in Italia si tratta dell'IRAP e dell'IRES).

Tabella 1: Stime di consenso degli equity analysts al 23.02.2015

<i>Sales Consensus Estimates</i>													
Emittente	Data Report	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Equita	09/02/2015	211,9	216,9	221,8	223,5								
Exane BNP Paribas	29/01/2015	213,0	221,0	229,0	232,0	238,0	242,0	247,0	252,0	257,0	262,0	268,0	312,0
Banca IMI	26/01/2015	212,5	217,2	222,0	225,5	227,7	229,9	232,1	234,3	236,6	238,8	238,8	
Citi	30/12/2014	210,8	213,5	221,8	224,6								
Credit Suisse	30/12/2014	217,4	228,8	236,9	241,9								
Mediobanca	30/12/2014	214,3	220,5	224,6	228,7								
Media		213,3	219,7	226,0	229,4	232,9	236,0	239,6	243,2	246,8	250,4	253,4	312,0
Mediana		212,8	218,9	223,3	227,1	232,9	236,0	239,6	243,2	246,8	250,4	253,4	312,0

<i>EBITDA Consensus Estimates</i>													
Emittente	Data Report	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Equita	09/02/2015	107,0	109,8	113,0	113,9								
Exane BNP Paribas	29/01/2015	109,0	114,0	120,0	121,0	124,0	127,0	129,0	132,0	134,0	137,0	140	159
Banca IMI	26/01/2015	106,5	110,4	114,4	117,2	118,8	120,3	121,9	123,5	125,1	126,8	126,8	
Citi	30/12/2014	107,0 *	109,4 *	117,3 *	119,5 *								
Credit Suisse	30/12/2014	110,1	119,8	126,9	131,0								
Mediobanca	30/12/2014	106,3	111,4	114,4	116,3								
Media		107,7	112,5	117,7	119,8	121,4	123,7	125,5	127,8	129,6	131,9	133,4	159,0
Mediana		107,0	110,9	115,9	118,4	121,4	123,7	125,5	127,8	129,6	131,9	133,4	159,0

* Valore desunto sommando gli ammortamenti all'EBIT



Ammortamenti

Emittente	Data Report	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Equia	09/02/2015	47,9 *	45,4 *	42,9 *	40,4 *								
Exane BNP Paribas	29/01/2015	48,0 *	45,0 *	43,0 *	40,0 *	38,0 *	36,0 *	33,0 *	31,0 *	30,0 *	31,0 *	32,0 *	39,0 *
Banca IMI	26/01/2015	48,0 *	45,3 *	42,5 *	41,3 *	41,6 *	41,8 *	42,1 *	42,4 *	42,7 *	43,0 *	26,3 *	
Citi	30/12/2014	48,6	46,1	43,6	41,1								
Credit Suisse	30/12/2014	50,4 *	47,9 *	44,9 *	41,6 *								
Mediobanca	30/12/2014	47,7 *	46,7 *	45,7 *	44,7 *								
Media		48,4	46,1	43,8	41,5	39,8	38,9	37,6	36,7	36,4	37,0	29,2	39,0
Mediana		48,0	45,8	43,3	41,2	39,8	38,9	37,6	36,7	36,4	37,0	29,2	39,0

*Valore desunto dalla differenza tra EBITDA ed EBIT

EBIT Consensus Estimates

Emittente	Data Report	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Equia	09/02/2015	59,1	64,4	70,1	73,5								
Exane BNP Paribas	29/01/2015	61,0	69,0	77,0	81,0	86,0	91,0	96,0	101,0	104,0	106,0	108	120
Banca IMI	26/01/2015	58,5	65,1	71,9	75,9	77,2	78,5	79,8	81,1	82,4	83,8	100,5	
Citi	30/12/2014	58,4	63,3	73,7	78,4								
Credit Suisse	30/12/2014	59,7	71,9	82,0	89,4								
Mediobanca	30/12/2014	58,6	64,7	68,7	71,6								
Media		59,2	66,4	73,9	78,3	81,6	84,8	87,9	91,1	93,2	94,9	104,3	120,0
Mediana		58,9	64,9	72,8	77,2	81,6	84,8	87,9	91,1	93,2	94,9	104,3	120,0

CAPEX Consensus Estimates

Emittente	Data Report	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Equia	09/02/2015	-41,2	-41,7	-22,2	-22,3								
Exane BNP Paribas	29/01/2015	-44,0	-45,0	-27,0	-28,0	-29,0	-29,0	-30,0	-30,0	-31,0	-31,0	-32	-39
Banca IMI	26/01/2015	-45,0	-45,0	-25,0	-25,0	-25,0	-25,3	-25,5	-25,8	-26,0	-26,3	-26,3	
Citi	30/12/2014	-40,0	-40,0	-25,0	-25,0								
Credit Suisse	30/12/2014	-37,4	-37,2	-27,6	-26,9								
Mediobanca	30/12/2014	-46,0	-45,0	-40,0	-28,0								
Media		-42,3	-42,3	-27,8	-25,9	-27,0	-27,2	-27,8	-27,9	-28,5	-28,7	-29,2	-39,0
Mediana		-42,6	-43,4	-26,0	-26,0	-27,0	-27,2	-27,8	-27,9	-28,5	-28,7	-29,2	-39,0

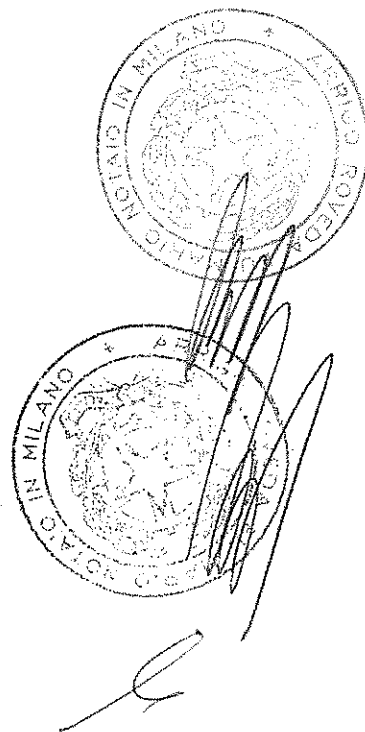
Delta NWC Consensus Estimates

Emittente	Data Report	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Equita	09/02/2015	15,0	0,0	-15,0	0,0								
Exane BNP Paribas	29/01/2015	-1,0	-1,0	-1,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Banca IMI	26/01/2015	3,5	-1,4	-5,0	-1,2	-0,9	-0,8	-0,8	-0,8	-0,8	-0,8	-0,8	-0,8
Citi	30/12/2014	-3,2	-1,9	-0,9	0,0								
Credit Suisse	30/12/2014	-1,5	-2,5	-1,9	-1,0								
Mediobanca	30/12/2014	-0,1	-1,0	-0,5	0,2								
Media		2,1	-1,3	-4,1	-0,3	-0,5	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4
Mediana		-0,6	-1,2	-1,5	0,0	-0,5	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4

NWC = Net Working Capital = Capitale Circolante Netto

FCF Consensus Estimates

Emittente	Data Report	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Equita	09/02/2015	60,1	45,6	51,3	65,8								
Exane BNP Paribas	29/01/2015	44,0	46,0	68,0	68,0	68,0	68,0	69,0	69,0	71,0	72,0	73	82
Banca IMI	26/01/2015	44,5	41,1	59,2	64,5	65,8	66,8	67,7	68,6	69,5	70,4	64,5	
Citi	30/12/2014	43,4	45,3	65,6	67,1								
Credit Suisse	30/12/2014	48,1	53,2	67,4	70,5								
Mediobanca	30/12/2014	40,5	43,6	50,7	64,3								
Media		46,8	45,8	60,4	66,7	66,9	67,4	68,4	68,8	70,3	71,2	68,8	82,0
Mediana		44,3	45,5	62,4	66,5	66,9	67,4	68,4	68,8	70,3	71,2	68,8	82,0



Per ragioni di prudenza, lo scrivente ha ritenuto opportuno considerare esclusivamente i primi quattro anni di previsione esplicita (sino al 2018), in quanto solo tale orizzonte consente di disporre delle stime di tutti gli analisti.

Per poter utilizzare i flussi di consenso ai fini della stima del valore di Rai Way, è necessario tuttavia uniformare ed aggiornare i criteri di determinazione dei *free cash flow*, per tener conto de:

1. il differente metodo di stima dei *capex*: al fine di poter disporre di una misura omogenea è stato necessario tradurre la *provision*, relativa agli oneri da sostenere per il ripristino dei siti, nella forma di flusso annuo equivalente (di qui anche definito *capex equivalent*). Tale operazione è stata effettuata tramite *reverse engineering* di una *perpetuity* il cui valore attuale è pari alla *provision* stimata nel *report* e il cui tasso di capitalizzazione è pari al WACC utilizzato dallo specifico analista. La tabella 2 illustra la determinazione del *capex equivalent*, mentre la tabella 3 illustra il procedimento di aggiustamento dei *capex* degli analisti;

Tabella 2: Derivazione del *capex equivalent* implicito nella *provision* relativa ai *network replacement cost*.

Emittente	Data	A	B	C = A x B
		Provision (NPV of network replacement cost)	WACC utilizzato dall'analista	Capex Equivalent
Exane BNP Paribas	30/12/2014	-20 *	6,1%	-1,2
Banca IMI	30/12/2014	-71	5,8%	-4,1

* Al netto di componente TFR

2. la normalizzazione degli ammortamenti nel *terminal value* e la separata considerazione del beneficio derivante dai maggiori ammortamenti oltre il periodo di previsione esplicita: gli investimenti relativi ai *switch-off* sono ammortizzati lungo una vita utile che eccede il periodo di previsione esplicita considerato. Dal *report* di Banca IMI emerge che gli ammortamenti continueranno a mantenersi superiori ai *capex* – per effetto del picco di investimenti storicamente realizzati e attesi per il 2015-2016 – almeno sino al 2024 (l'analista costruisce il *terminal value* a partire dal 2025). Dal *report* di Exane BNP Paribas emergono ammortamenti sostanzialmente stabili e comunque superiori ai *capex* almeno sino al 2026 (*terminal value* costruito a partire dal 2027). Tali evidenze confermano che il periodo post 2018 lungo il quale si esauriranno i benefici fiscali derivanti dall'ammortamento di investimenti superiori rispetto ai normali investimenti di mantenimento è almeno pari a 6/7 anni. In tal senso si è scelto di stimare il valore terminale per somma de:

- a. valore attuale della *perpetuity* di *free cash flows* riferiti all'anno terminale, ridotti del minor beneficio fiscale derivante dai minori ammortamenti a regime (Vedi Tabella 4);
 - b. valore attuale di una rendita definita di importo pari al beneficio fiscale dei maggiori ammortamenti residui e durata di 6 anni a partire dal 2018 (escluso);
3. i benefici derivanti dalla riduzione della base imponibile IRAP: tale beneficio è stato stimato per differenza tra le imposte considerate dagli *equity analysts* nella determinazione dei *free cash flows* e le imposte stimate sulla base dell'applicazione di un'aliquota marginale pari al 32,32% (= IRES 27,5% + IRAP_{Lazio} 4,82%). Si segnala come uno tra i più recenti *report* – *Exane BNP Paribas* – già tenga conto della nuova normativa fiscale ed in tal senso la stima dell'aggiustamento derivante dal beneficio fiscale legato alla Legge di Stabilità sia in quel caso pari a zero. Il calcolo del beneficio fiscale relativo ai flussi di ciascun analista è illustrato in tabella 5.

La stima dei *free cash flow* di consenso degli *equity analysts*, aggiustati in relazione ai criteri di uniformità e aggiornamento sopra descritti, è presentata in tabella 6. L'aggiustamento ha un impatto trascurabile sui primi tre anni di piano, mentre risulta incidere significativamente al ribasso sul flusso considerato ai fini della stima del *terminal value* ($\Sigma Adjustments = -3,9$ milioni di euro).

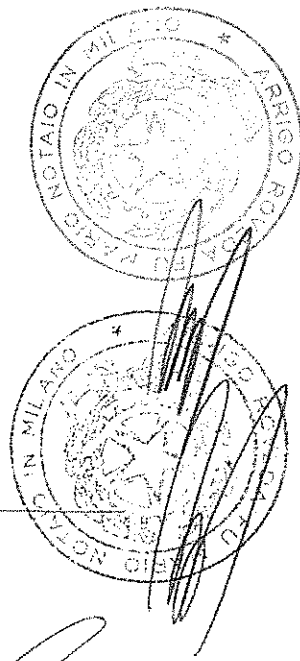


Tabella 3: Adjustment ai capex di consenso degli equity analysts.

<i>CAPEX Consensus Estimates</i>						
Emittente	Data Report	2015	2016	2017	2018	TV
Equita	09/02/2015	-41,2	-41,7	-22,2	-22,3	-22,3
Exane BNP Paribas	29/01/2015	-44,0	-45,0	-27,0	-28,0	-28,0
Banca IMI	26/01/2015	-45,0	-45,0	-25,0	-25,0	-25,0
Citi	30/12/2014	-40,0	-40,0	-25,0	-25,0	-25,0
Credit Suisse	30/12/2014	-37,4	-37,2	-27,6	-26,9	-26,9
Mediobanca	30/12/2014	-46,0	-45,0	-40,0	-28,0	-28,0
Media		-42,3	-42,3	-27,8	-25,9	-25,9
Mediana		-42,6	-43,4	-26,0	-26,0	-26,0

<i>CAPEX Adjustment</i>						
Emittente	Data Report	2015	2016	2017	2018	TV
Equita	09/02/2015	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Exane BNP Paribas	29/01/2015	-1,2	-1,2	-1,2	-1,2	-1,2
Banca IMI	26/01/2015	-4,1	-4,1	-4,1	-4,1	-4,1
Citi	30/12/2014	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Credit Suisse	30/12/2014	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Mediobanca	30/12/2014	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

<i>CAPEX Consensus Estimates - Adjusted</i>						
Emittente	Data Report	2015	2016	2017	2018	TV
Equita	09/02/2015	-41,2	-41,7	-22,2	-22,3	-22,3
Exane BNP Paribas	29/01/2015	-45,2	-46,2	-28,2	-29,2	-29,2
Banca IMI	26/01/2015	-49,1	-49,1	-29,1	-29,1	-29,1
Citi	30/12/2014	-40,0	-40,0	-25,0	-25,0	-25,0
Credit Suisse	30/12/2014	-37,4	-37,2	-27,6	-26,9	-26,9
Mediobanca	30/12/2014	-46,0	-45,0	-40,0	-28,0	-28,0
Media		-43,2	-43,2	-28,7	-26,8	-26,8
Mediana		-43,2	-43,4	-27,9	-27,5	-27,5

N.B.: la colonna TV = Terminal Value riporta i valori considerati ai fini della normalizzazione del flusso, ante applicazione del saggio di crescita.

Tabella 4: Adjustment ai capex di consenso degli equity analysts.

Emittente	Data Report	Ammortamenti	CAPEX	Tax Admortization Adjustment
Equita	09/02/2015	40,4	-22,3	-5,8
Exane BNP Paribas	29/01/2015	40,0	-29,2	-3,5
Banca IMI	26/01/2015	41,3	-29,1	-3,9
Citi	30/12/2014	41,1	-25,0	-5,2
Credit Suisse	30/12/2014	41,6	-26,9	-4,8
Mediobanca	30/12/2014	44,7	-28,0	-5,4
Media		41,5	-26,8	-4,8
Mediana		41,2	-27,5	-5,0

N.B.: In assenza di indicazione esplicita circa gli ammortamenti, gli stessi sono stati desunti dalla differenza tra EBITDA ed EBIT

Tabella 5: Stima degli *adjustment* ai *free cash flows* per tener conto dei benefici fiscali derivanti dalla Legge di Stabilità.

<i>EBIT</i>						
Emittente	Data Report	2015	2016	2017	2018	TV
Equita	09/02/2015	59,1	64,4	70,1	73,5	73,5
Exane BNP Paribas	29/01/2015	61,0	69,0	77,0	81,0	81,0
Banca IMI	26/01/2015	58,5	65,1	71,9	75,9	75,9
Citi	30/12/2014	58,4	63,3	73,7	78,4	78,4
Credit Suisse	30/12/2014	59,7	71,9	82,0	89,4	89,4
Mediobanca	30/12/2014	58,6	64,7	68,7	71,6	71,6
Media		59,2	66,4	73,9	78,3	78,3
Mediana		58,9	64,9	72,8	77,2	77,2

Imposte stimate dagli analisti

Emittente	Data Report	2015	2016	2017	2018	TV
Equita	09/02/2015	20,7	22,5	24,5	25,7	25,7
Exane BNP Paribas	29/01/2015	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.
Banca IMI	26/01/2015	20,5	22,8	25,2	26,6	26,6
Citi	30/12/2014	20,4	22,1	25,8	27,4	27,4
Credit Suisse	30/12/2014	20,1	23,9	27,1	29,5	29,5
Mediobanca	30/12/2014	19,7	21,8	23,2	24,2	24,2
Media		20,3	22,6	25,2	26,7	26,7
Mediana		20,4	22,5	25,2	26,6	26,6

Aliquota IRES + IRAP _{Lazio}	32,32%
---------------------------------------	--------

Beneficio Imposte = Imposte stimate dagli analisti - EBIT x 32,32%

Emittente	Data Report	2015	2016	2017	2018	TV
Equita	09/02/2015	1,6	1,7	1,8	1,9	1,9
Exane BNP Paribas	29/01/2015	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Banca IMI	26/01/2015	1,6	1,7	1,9	2,0	2,0
Citi	30/12/2014	1,5	1,6	2,0	2,1	2,1
Credit Suisse	30/12/2014	0,8	0,7	0,6	0,6	0,6
Mediobanca	30/12/2014	0,8	0,9	1,0	1,1	1,1
Media		1,0	1,1	1,2	1,3	1,3
Mediana		1,2	1,3	1,4	1,5	1,5

Tabella 6: Stima dei free cash flows adjusted

+ Free Cash Flow di consenso Unadjusted

Emittente	Data Report	2015	2016	2017	2018	TV
Equita	09/02/2015	60,1	45,6	51,3	65,8	65,8
Exane BNP Paribas	29/01/2015	44,0	46,0	68,0	68,0	68,0
Banca IMI	26/01/2015	44,5	41,1	59,2	64,5	64,5
Citi	30/12/2014	43,4	45,3	65,6	67,1	67,1
Credit Suisse	30/12/2014	48,1	53,2	67,4	70,5	70,5
Mediobanca	30/12/2014	40,5	43,6	50,7	64,3	64,3
Media		46,8	45,8	60,4	66,7	66,7
Mediana		44,3	45,5	62,4	66,5	66,5

+ CAPEX Adjustment

Emittente	Data Report	2015	2016	2017	2018	TV
Equita	09/02/2015	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Exane BNP Paribas	29/01/2015	-1,2	-1,2	-1,2	-1,2	-1,2
Banca IMI	26/01/2015	-4,1	-4,1	-4,1	-4,1	-4,1
Citi	30/12/2014	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Credit Suisse	30/12/2014	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Mediobanca	30/12/2014	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

+ Tax Admortization Adjustment

Emittente	Data Report	2015	2016	2017	2018	TV
Equita	09/02/2015	0,0	0,0	0,0	0,0	-5,8
Exane BNP Paribas	29/01/2015	0,0	0,0	0,0	0,0	-3,5
Banca IMI	26/01/2015	0,0	0,0	0,0	0,0	-3,9
Citi	30/12/2014	0,0	0,0	0,0	0,0	-5,2
Credit Suisse	30/12/2014	0,0	0,0	0,0	0,0	-4,8
Mediobanca	30/12/2014	0,0	0,0	0,0	0,0	-5,4

+ Beneficio Imposte

Emittente	Data Report	2015	2016	2017	2018	TV
Equita	09/02/2015	1,6	1,7	1,8	1,9	1,9
Exane BNP Paribas	29/01/2015	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Banca IMI	26/01/2015	1,6	1,7	1,9	2,0	2,0
Citi	30/12/2014	1,5	1,6	2,0	2,1	2,1
Credit Suisse	30/12/2014	0,8	0,7	0,6	0,6	0,6
Mediobanca	30/12/2014	0,8	0,9	1,0	1,1	1,1

Free Cash Flows di consenso Adjusted = Free Cash Flow di consenso Unadjusted + CAPEX Adjustment + Tax Admortization Adjustment + Beneficio Imposte

Emittente	Data Report	2015	2016	2017	2018	TV
Equita	09/02/2015	61,7	47,3	53,1	67,7	61,9
Exane BNP Paribas	29/01/2015	42,8	44,8	66,8	66,8	63,3
Banca IMI	26/01/2015	41,9	38,7	57,0	62,4	58,5
Citi	30/12/2014	44,9	46,9	67,6	69,2	64,0
Credit Suisse	30/12/2014	48,9	53,9	68,0	71,1	66,4
Mediobanca	30/12/2014	41,3	44,5	51,7	65,4	60,0
Media		46,9	46,0	60,7	67,1	62,3
Mediana		43,9	45,9	61,9	67,3	62,6

Per apprezzare la ragionevolezza delle previsioni di consenso è opportuno analizzare i principali *drivers* e le ipotesi alla base dei flussi stimati.

Innanzitutto è opportuno ricordare che le stime dei ricavi Rai Way muovono dalle condizioni derivanti dal contratto siglato con RAI con efficacia a partire dal 1 Luglio 2014 e valido per 7 anni, con possibilità di tacito rinnovo per ulteriori 7+7 anni per un totale di 21 anni. Tale contratto, indicizzato all'indice ISTAT dei prezzi al consumo, pesa per circa l'83% dei ricavi attesi dagli *equity analysts*. La volatilità dei ricavi è quindi estremamente contenuta, anche alla luce del fatto che il cliente è una entità controllata dallo Stato Italiano i cui ricavi sono meno influenzati dal mercato dell'*advertising* al contrario di quanto accade per gli altri *broadcasters*.

A riprova della prudenza complessivamente adottata nei *reports* si tenga presente che il *report* che presenta la stima di ricavi più elevata al 2018 – Credit Suisse – prevede²⁶:

- un numero costante di siti che ospitano anche operatori telefonici;
- una crescita dei ricavi su tali siti legata esclusivamente al *deployment* della tecnologia 4G su torri in cui il cliente è già presente con una postazione di trasmissione (tale componente di crescita, incorporata nelle stime su basi conservative, è supportata da un lato dai minori costi di adattamento della tecnologia rispetto all'installazione di apparati per un nuovo *tenant* e dall'altro dal grosso potenziale in termini di richiesta da parte degli operatori Telco in relazione all'elevata richiesta di copertura 4G da parte degli utenti;
- un *tenancy ratio* costante nell'intorno dell'1,74 rispetto ai *tenancy ratio* di società comparabili statunitensi pari ad oltre 2/2,5²⁷;
- una crescita dei *cash flow* sostanzialmente allineata alle stime di inflazione (peraltro supportata da meccanismi di aggiornamento di natura contrattuale).

Posto che le attese di ricavo costituiscono un parametro a contenuta variabilità, è opportuno analizzare in che misura Rai Way estragga valore dai contratti in essere. In assenza di informativa di natura interna, è necessario analizzare i principali *driver* di valore e più in particolare: a) la marginalità, per comprendere se nelle attese degli *equity analysts* vi sia un premio in relazione ai servizi offerti; e b) il fabbisogno di investimento necessario a supportare l'offerta di servizio garantita contrattualmente.

Le attese di piano degli analisti, che recepiscono i nuovi parametri del contratto con RAI, risultano inferiori rispetto alla marginalità dei principali *peers* quotati²⁸ (che rappresentano

²⁶ Fonte: Report del 30 Dicembre 2014, Pag 21

²⁷ Tali parametri sono stati forniti da El Tower e sono da considerare riferimenti puramente indicativi, in quanto al momento non esiste uno studio comparativo sui *tenancy ratio* degli operatori broadcast/mobile.

le uniche società su cui sono disponibili stime da parte degli *equity analysts*). La tabella 7 illustra la determinazione della marginalità mediana di consenso degli *equity analysts* sul titolo Rai Way, espressa come rapporto *EBIT/Sales*. La tabella 8 riporta il confronto fra l'*EBIT/Sales* di Rai Way e quello delle società comparabili quotate, sulla base del consenso a 100 giorni²⁹ di fonte *Factset*. Per tutti gli anni di previsione esplicita la marginalità di Rai Way risulta inferiore rispetto a quella dei *peers*, confermando la relativa prudenza delle stime.

Tabella 7: *EBIT Margin* Rai Way di consenso per l'orizzonte 2015-2018

<i>EBIT Margin</i>					
Emittente	Data Report	2015	2016	2017	2018
Equita	09/02/2015	27,9%	29,7%	31,6%	32,9%
Exane BNP Paribas	29/01/2015	28,6%	31,2%	33,6%	34,9%
Banca IMI	26/01/2015	27,5%	30,0%	32,4%	33,7%
Citi	30/12/2014	27,7%	29,6%	33,2%	34,9%
Credit Suisse	30/12/2014	27,5%	31,4%	34,6%	37,0%
Mediobanca	30/12/2014	27,3%	29,3%	30,6%	31,3%
Media		27,8%	30,2%	32,7%	34,1%
Mediana		27,6%	29,8%	32,8%	34,3%

Un'ulteriore verifica della ragionevolezza dell'*EBIT Margin* implicito nel consenso degli analisti può essere desunta dal confronto fra la performance storica (unica fonte informativa disponibile) delle principali *tower companies* europee non quotate (oltre ad EIT Towers) a confronto con il risultato pro-formato 2013 e dei primi 9 mesi 2014 di Rai Way (Grafico 9). Il grafico illustra anche la dinamica attesa dell'*EBIT Margin* di consenso degli analisti per il periodo 2015-2018 e permette di comprendere come la performance attesa di Rai Way sia comunque compresa entro il *range* di performance storiche dei *peers* non quotati europei.

Il secondo parametro chiave ai fini della determinazione dei *free cash flow* è rappresentato dalla stima dei *capex*, che rappresentano il fabbisogno annuo di investimento per mantenere la capacità di reddito corrente. Sotto questo profilo è opportuno sottolineare che:

1. i *capex* stimati dagli *equity analysts* sono stati rideterminati in aumento per esigenze di uniformità di criterio valutativo;
2. l'intensità di capitale stimata è coerente con l'intensità di capitale rilevata nelle stime dei principali *peers* analizzati: al fine di valutare tale aspetto è stato analizzato il rapporto *capex/sales* lungo l'orizzonte di previsione esplicita di Rai

²⁸ I criteri di selezione dei *peers* saranno descritti in maggior dettaglio nel paragrafo relativo al costo del capitale.

²⁹ La scelta di un esteso intervallo di ricerca (100 giorni) è legata alla parziale indisponibilità di stime di consenso al 2017/2018 qualora si considerasse un intervallo di ricerca inferiore (45 giorni).

Way rispetto ai *peers*, dove gli investimenti Rai Way risultano sempre superiori rispetto alla media/mediana dei *peers* (tabelle 10 e 11). Sebbene tale confronto sia influenzato dal *mix* di offerta (*pure hosting* up to *full service&equipment*), implicito nei contratti dei differenti *player*, si ritiene che l'adeguamento tecnologico delle infrastrutture e il fatto che le stesse siano appena state rinnovate in relazione all'avvento del digitale contribuiscano a fornire adeguato conforto circa l'adeguatezza del rapporto *capex/sales* stimato dagli *equity analysts*.

Tabella 8: Confronto tra la marginalità di consenso 2015-2018 su Rai Way e la marginalità di consenso dei principali *peers*

Sales E _{100d}		2015	2016	2017	2018
EI Towers SpA	EIT-IT	240	245	254	265
American Tower Corp.	AMT-US	4569	4874	5207	5535
Crown Castle International Corp.	CCI-US	3731	3829	3926	3994
SBA Communications Corp.	SBAC-US	1682	1763	1884	1981
EBIT E _{100d}		2015	2016	2017	2018
EI Towers SpA	EIT-IT	73	77	90	102
American Tower Corp.	AMT-US	1809	2116	2220	2472
Crown Castle International Corp.	CCI-US	1025	1141	1218	1288
SBA Communications Corp.	SBAC-US	430	501	521	588
EBIT Margin		2015	2016	2017	2018
EI Towers SpA	EIT-IT	30,4%	31,4%	35,3%	38,6%
American Tower Corp.	AMT-US	39,6%	43,4%	42,6%	44,7%
Crown Castle International Corp.	CCI-US	27,5%	29,8%	31,0%	32,2%
SBA Communications Corp.	SBAC-US	25,5%	28,4%	27,7%	29,7%
Media		30,8%	33,3%	34,2%	36,3%
Mediana		28,9%	30,6%	33,2%	35,4%
EBIT Margin di Consenso Rai Way		27,62%	29,83%	32,81%	34,28%

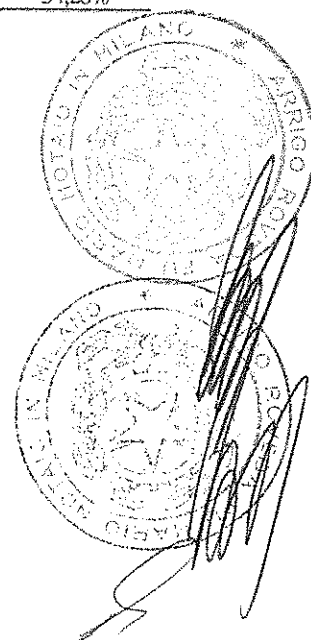


Grafico 9: Confronto tra la marginalità di consenso 2015-2018 di Rai Way e la marginalità storica dei peers non quotati europei ($EBIT\ Margin = EBIT/Sales$)

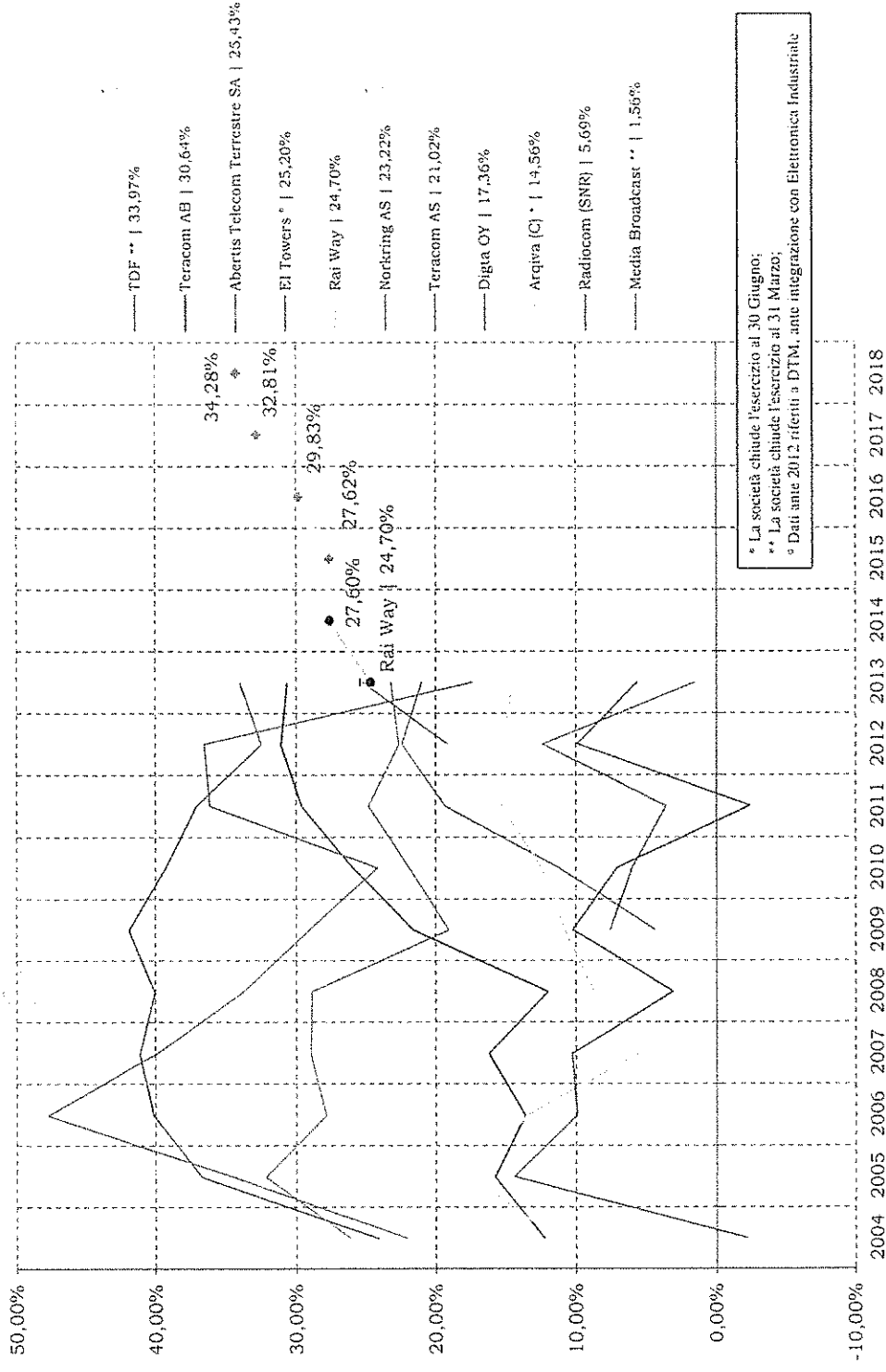
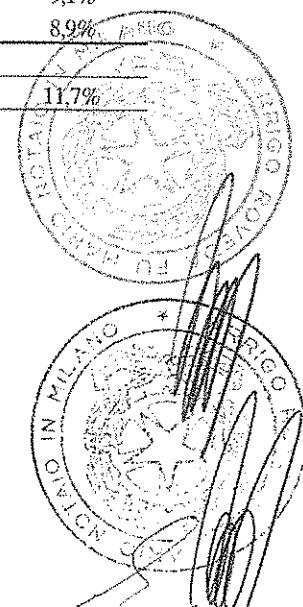


Tabella 10: Determinazione del rapporto *capex/sales* di consenso di Rai Way

<i>Adjusted Capex/Sales</i>						
Emittente	Data Report	2015	2016	2017	2018	TV
Equita	09/02/2015	19,4%	19,2%	10,0%	10,0%	10,0%
Exane BNP Paribas	29/01/2015	21,2%	20,9%	12,3%	12,6%	12,6%
Banca IMI	26/01/2015	23,1%	22,6%	13,1%	12,9%	12,9%
Citi	30/12/2014	19,0%	18,7%	11,3%	11,1%	11,1%
Credit Suisse	30/12/2014	17,2%	16,3%	11,7%	11,1%	11,1%
Mediobanca	30/12/2014	21,5%	20,4%	17,8%	12,2%	12,2%
Media		20,2%	19,7%	12,7%	11,7%	11,7%
Mediana		20,3%	19,8%	12,0%	11,7%	11,7%

Tabella 11: Confronto tra il fabbisogno di investimento di consenso 2015-2018 di Rai Way e la il fabbisogno di investimento di consenso dei principali *peers*

Sales E _{100d}		2015	2016	2017	2018
EI Towers SpA	EIT-IT	240	245	254	265
American Tower Corp.	AMT-US	4569	4874	5207	5535
Crown Castle International Corp.	CCI-US	3731	3829	3926	3994
SBA Communications Corp.	SBAC-US	1682	1763	1884	1981
CAPEX E _{100d}		2015	2016	2017	2018
EI Towers SpA	EIT-IT	16	13	12	11
American Tower Corp.	AMT-US	770	772	777	791
Crown Castle International Corp.	CCI-US	548	460	449	450
SBA Communications Corp.	SBAC-US	213	213	132	130
CAPEX / Sales		2015	2016	2017	2018
EI Towers SpA	EIT-IT	6,5%	5,1%	4,7%	4,1%
American Tower Corp.	AMT-US	16,9%	15,8%	14,9%	14,3%
Crown Castle International Corp.	CCI-US	14,7%	12,0%	11,4%	11,3%
SBA Communications Corp.	SBAC-US	12,6%	12,1%	7,0%	6,6%
Media		12,7%	11,3%	9,5%	9,1%
Mediana		13,7%	12,0%	9,2%	8,9%
CAPEX/Sales di Consenso Rai Way		20,3%	19,8%	12,0%	11,7%



3.4 Il costo del capitale

Il costo del capitale utilizzato ai fini della stima dell'Enterprise Value di Rai Way è calcolato nella configurazione di costo medio ponderato del capitale (WACC), tramite la formula di Modigliani-Miller con imposte societarie:

$$WACC = \frac{D}{EV} \times cod_{Post_Tax} + \frac{E}{EV} \times coe$$

dove:

- $\frac{D}{EV}$ = valore *target* del peso del debito sull'Enterprise Value (EV);
- $\frac{E}{EV} = (1 - \frac{D}{EV})$ = valore *target* del peso dell'*equity* sull'Enterprise Value (EV);
- cod_{Post_Tax} = costo marginale del capitale di debito al netto del beneficio derivante dagli scudi d'imposta;
- coe = costo marginale del capitale proprio.

Il principale vantaggio dell'acquisizione del controllo nella prospettiva di un partecipante al mercato è riconducibile alla possibilità di sfruttare la capacità di indebitamento non ancora utilizzata da Rai Way.

Il *wacc* stimato nei paragrafi che seguono muove dalla stima del costo del capitale proprio e di costo del capitale di debito che trova fondamento nell'analisi di società quotate comparabili operanti nel medesimo settore e nelle emissioni obbligazionarie di società appartenenti al comparto di riferimento, nonché nell'analisi dei principali parametri utilizzati dai *regulators* nei settori delle infrastrutture ai fini della determinazione del costo del capitale per la determinazione delle tariffe.

Il cost of equity

La stima del costo del capitale proprio (*coe*) è fondata sul *capital asset pricing model* (CAPM), per cui:

$$coe = r_f + \beta_L \times ERP$$

dove:

- r_f = tasso *risk free*, stimato sulla base del rendimento dei titoli privi di rischio a lungo termine. A tal fine, si è deciso di considerare il rischio paese all'interno del tasso *risk free*: pertanto il parametro utilizzato è desunto quale media ad un anno al 31.12.2014 del *benchmark* decennale dei titoli di stato Italiani (BTP) di fonte

Factset, pari a 2,85% (Tabella 1). Tale scelta risulta prudente rispetto al tasso *risk free* puntuale al 31.12.2014, pari all'1,86%;

Tabella 1: Dinamica della media ad un anno del tasso risk free

Data	Media 1Y Rf IT	Puntuale
31.12.2012	5,46%	4,44%
31.12.2013	4,27%	4,11%
31.12.2014	2,85%	1,86%

- β_L = coefficiente beta *levered* che esprime il grado di rischio sistematico del business, come ricostruito sulla base dei beta *unlevered* di società quotate comparabili e della struttura finanziaria target assunta;
- *ERP* = *Equity Risk Premium* o premio per il rischio azionario relativo al mercato di riferimento, assunto in misura pari al 5%. Tale valore corrisponde all'*equity risk premium* medio implicito nell'indice Stoxx 600 nell'ultimo decennio (5,08%) e trova conferma nella misura assunta dai *regulators* nei settori delle infrastrutture (vedi in Appendice).

Ai fini della stima del coefficiente *beta unlevered*, si è fatto riferimento ad un campione di società desunto dall'analisi dei *reports* degli *equity analysts*. Nella scelta dei *player* comparabili, sono state selezionate le uniche realtà quotate operanti in mercati non emergenti nel sub-settore delle *tower companies*. Il campione è composto dalle seguenti quattro società:

- EI Tower [IT];
- American Tower [US];
- Crown Castle International [US];
- SBA Communications [US].

Dal campione è stata esclusa Rai Way in quanto l'orizzonte di analisi storico non consente di desumere un coefficiente statisticamente significativo.

Per completezza si segnala che vi sono altre quattro società quotate su scala globale³⁰ operanti quali *tower companies*, ma che le stesse sono state escluse dal campione in quanto aventi sede in paesi emergenti (India, Indonesia), i quali presentano un contesto di mercato non comparabile con quello delle economie avanzate quale è il contesto Italiano.

La stima del coefficiente *beta unlevered* delle società quotate comparabili muove dai beta *levered* calcolati regredendo i rendimenti *weekly* degli ultimi 2 anni (104 settimane dal

³⁰ PT Sarana Menara Nusantara Tbk; PT Tower Bersama Infrastructure Tbk; PT Solusi Tunas Piatama Tbk; Bharti Infratel Ltd.

31.12.2012 al 31.12.2014³¹) delle azioni delle società comparabili rispetto all'indice di riferimento. Per EI Towers l'indice di riferimento è il *FTSE Italia All Share* mentre per le società statunitensi l'indice di riferimento è l'*S&P 500*.

La scelta di un orizzonte di stima biennale è legata a:

1. la diffusa opinione che l'orizzonte biennale di rendimenti *weekly* – in alternativa ad un orizzonte annuale di rendimenti *daily* o ad un orizzonte quinquennale di rendimenti *monthly* – meglio rifletta le condizioni correnti della società e presenta un numero di osservazioni più ampio rispetto ai rendimenti *monthly* e al contempo esprime una misura meno distorta di rendimenti *daily*³²;
2. l'opportunità di escludere dall'orizzonte di analisi il periodo in cui è stata annunciata l'integrazione di DMT ed Elettronica Industriale in EI Tower, il principale *player* comparabile su base nazionale.

Il *beta levered raw* storico di ciascuna società, così desunto, è stato testato in relazione al numero di osservazioni (tutti i beta si fondano su 104 osservazioni) e significatività statistica (sia in termini di significatività statistica del coefficiente, ovvero p-value inferiore all'1%, sia in termini di R^2 , maggiore del 10%) ed è stato in seguito aggiustato tramite il coefficiente di correzione di Blume³³, per riesprimerlo su base prospettica.

I *beta levered* risultano tutti significativi. Tali beta sono stati *de-leverati* ai fini di depurare il coefficiente dall'effetto della leva finanziaria, con la formula di Hamada:

$$\beta_{Unl,i} = \frac{\beta_{L,i}}{\left[1 + \frac{D}{E_i} \times (1 - t_c)\right]}$$

dove:

- $\beta_{Unl,i}$ = *beta unlevered* della società i-esima;
- $\beta_{L,i}$ = *beta levered* rinvenuto dalla regressione dei rendimenti del titolo i-esimo rispetto al rendimento del mercato di riferimento;

³¹ Il periodo di riferimento ai fini dell'estrazione dei prezzi è il periodo tra il 28.12.2012 e il 26.12.2014.

³² cfr. distorsioni legate all'HFT e/o al peso relativo di osservazioni fuori da un *range* di normalità legate al contesto delle comunicazioni societarie

³³ La tecnica di Blume porta ad attribuire un peso pari a 2/3 al beta storico e 1/3 al beta del portafoglio di mercato che per definizione è pari a 1. Tale aggiustamento si rende necessario ai fini della stima di un beta prospettico, sulla base della proprietà *mean reverting* del coefficiente beta.

Tabella 2: Stima del *beta unlevered* di società comparabili

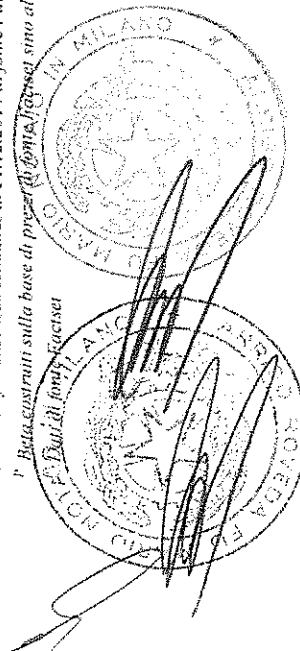
Valori in milioni di Local Currency (unless otherwise stated)

Company Name	El Towers SpA	American Tower Corp.	Crown Castle International Corp.	SBA Communications Corp.	Media Società Comparabili
Symbol	EIT-IT	AMT-US	CCI-US	SBAC-US	
Country	IT	US	US	US	
Tax Rate	27,50%	40%	40%	40%	
Index Name	FTSE Italia All-Share	S&P 500	S&P 500	S&P 500	
Index Code	167207	SP50	SP50	SP50	
Currency	EUR	USD	USD	USD	
Market Cap al 31.12.2013 ^F	945	31500	24531	11534	
Market Cap al 31.12.2014 ^F	1169	39190	26275	14299	
Net Debt 2013 ^F	131	14013	11188	5702	
Net Debt 2014 E ^F	103	14246	11336	7680	
D/E 2013 (%)	13,88%	44,49%	45,61%	49,43%	
D/E 2014 (%)	8,81%	36,35%	43,15%	53,71%	35,50%
Media D/E 2013-2014 (%)	11,35%	40,42%	44,38%	51,57%	
EBITDA 2014 E ^F	110	2647	2123	992	
Net Debt/EBITDA 2014	0,93 x	5,38 x	5,34 x	7,74 x	
Max Debt @ 2,5x Net Debt/EBITDA _{max E}	275,71185	6618,0375	5308,15	2479,21	
Max D/E Sostenibile (%)	23,58%	16,89%	20,20%	17,34%	19,50%
Beta 2Y Weekly					
Beta raw ^P	0,41	0,71	0,66	0,54	
Beta adjusted (à la Blume)	0,61	0,81	0,78	0,69	
Significatività coefficiente beta	0,01%	0,00%	0,01%	0,10%	
R ² coefficiente beta	14,50%	19,10%	14,04%	10,17%	
Unlevered Beta (Adjusted) - Hamada	0,563	0,650	0,612	0,528	0,588

E = 45 days consensus estimates al 31.12.2014 di fonte Factset

^F Beta costruiti sulla base di prezzi di fonte Factset sino al 31.12.2014

^P Beta costruiti sulla base di prezzi di fonte Factset



- $\frac{D}{E_i}$ = rapporto *debt to equity* medio degli ultimi 2 esercizi (2013-2014) a valori di mercato³⁴;
- tc = aliquota fiscale del paese in cui la società *i*-esima opera³⁵.

Il *beta unlevered* medio delle società comparabili è pari a 0,588 (Tabella 2).

Al fine di procedere al *re-levering* del *beta*, è necessario definire la struttura finanziaria target.

Innanzitutto si è fatto riferimento alla struttura finanziaria target di settore. EI Towers ha dichiarato in sede di presentazione al mercato del piano industriale, il 30 Settembre 2014³⁶, che il livello di indebitamento finanziario sostenibile compatibile con un *rating investment grade* è pari a 2,5 volte l'EBITDA. In tabella 2 è riportato il calcolo del livello di indebitamento espresso nella forma D/E (utile all'applicazione della formula di Hamada) per le società quotate comparabili. Il rapporto di indebitamento medio risulta pari al 19,5%. Applicando lo stesso multiplo a Rai Way, sulla base dell'EBITDA 2014 stimato dagli analisti, si avrebbe un livello di debito normale assumibile da Rai Way pari ad euro 260 milioni, come riportato di seguito (tabella 3 per la stima dell'EBITDA):

$$\frac{\text{Net Debt}}{\text{EBITDA}_{\text{TARGET}}} \times \text{EBITDA}^{2014-E} = 2,5 \times 104 = 260 \text{ mln di Euro}$$

Il debito normale di 260 milioni di euro, espresso in percentuale del prezzo d'Offerta (che si ricorda essere a premio sulla *market cap* al 31.12.2014), è pari a circa il 21%:

$$\frac{D}{E_{\text{TARGET}}} = \frac{260}{4,5 \times 272} = 21,2\%$$

Prudentemente la struttura finanziaria *target* è stata assunta pari ad un D/E pari al 19,5%.

³⁴ *Equity* a valore di mercato al 31.12.2013 e al 31.12.2014 di fonte Factset; Debito a valore contabile corrispondente al Net Debt 2013 Actual e al Net Debt 2014 Estimate (*consensus-window* a 45 giorni), sulla base dell'ipotesi che non vi siano significativi scostamenti tra il valore contabile e il valore di mercato del debito.

³⁵ Pari al 27,5% per il paese Italia (in quanto gli interessi sul debito costituiscono imponibile IRAP) e pari al 40% per gli Stati Uniti (come desunto dal report "KPMG Corporate Tax Rate 2014", rinvenuto sul sito di KPMG il 01.03.2015 presso il seguente url: <http://www.kpmg.com/global/en/services/tax/tax-tools-and-resources/pages/corporate-tax-rates-table.aspx>).

³⁶ In tale sede il management di EI Tower si esprime come segue: "In absence of visibility on transformational transactions in the next quarters, EI Towers management view is to proceed with a progressive releverage of the company up to 2.5x Net Debt/EBITDA (Gearing level compatible, according to Company's estimates, with an Investment Grade rating status) within the Business Plan time horizon". Fonte: EI Towers, "Investor day – 2014-2018 Business Plan", 30 Settembre 2014.

Tabella 3: EBITDA 2014 Rai Way di consenso

<i>EBITDA Pro-Forma FY 2014 E</i>		
Emittente	Data Report	2014 PF E
Equita	09/02/2015	103,4
Exane BNP Paribas	29/01/2015	104,0
Banca IMI	26/01/2015	104,0
Citi	30/12/2014	104,0
Credit Suisse	30/12/2014	105,1
Mediobanca	30/12/2014	103,6
Media		104,0
Mediana		104,0

Sulla base di una struttura finanziaria *target* corrispondente ad un D/E del 19,5% è possibile stimare il *beta levered* Rai Way in misura pari a 0,671, come segue:

$$\beta_{L,Rai\ Way} = \frac{0,588}{[1 + 19,5\% \times (1 - 27,5\%)]} = 0,671$$

Il *cost of equity* stimato è quindi pari a:

$$coe = 2,85\% + 0,671 \times 5\% = 6,21\%$$

Il cost of debt

Il costo del debito è stato stimato facendo riferimento alla seguente relazione:

$$cod_{post-Tax} = (r_f + Credit\ Spread) \times (1 - t_c)$$

Nella stima dello *spread*, poiché la stima del costo del debito deve essere coerente con la prospettiva di valutazione di un business, la cui vita è indefinita, è necessario tener conto di una *duration* del debito di lungo termine, solitamente identificata in 10 anni.

E' opportuno premettere che l'unica società comparabile (*tower company*), censita dalla banca dati *Dealogic*, che ha emesso un titolo di debito negli ultimi due anni è *Crown Castle*. Tuttavia questa società ha un *rating sub-investment grade* (tabella 4), che, come tale, non può essere associato ad una struttura finanziaria *target* di settore. Pertanto si è deciso di procedere sulla base di un'analisi per stadi:

- ad un primo *step* è stato ricavato il *credit spread* implicito nell'emissione *Crown Castle*;

- ad un secondo *step* sono state analizzate le emissioni relative ad un campione più ampio di società appartenenti al macro settore *Telecommunications*, al fine di identificare uno *spread* compatibile con la struttura finanziaria *target* di settore.

Dal confronto del risultato dei due *steps* si è poi desunto il *credit spread* appropriato ai nostri fini.

L'emissione di Crown Castle, per un importo pari ad 850 milioni di USD, ha quale data di riferimento ai fini del *pricing* il 1 Aprile 2014.

Tabella 4: Rating Crown Castle

Tipologia	Emittente	Rating
Rating d'emissione	S&P	BB-
	Moody's	B1
	Fitch	NR
Rating Corrente		B+

La banca dati *Dealogic* fornisce lo *yield to maturity* (YTM) indicato dall'emittente in sede di *closing*. Poiché l'emissione Crown Castle ha scadenza pari ad 8 anni, si è scelto di stimare il tasso *risk free* per la medesima scadenza sulla base dell'interpolazione *cubic spline* delle emissioni statunitensi a 1, 2, 3, 5, 7, 10 e 30 anni. Il grafico 5 illustra tale procedura. La tabella 6 illustra il calcolo dello *spread*, desunto per differenza tra lo YTM dell'emissione alla data di *pricing* e il corrispondente tasso governativo statunitense. Tale *spread*, pari al 2,44%, risulta particolarmente contenuto tenuto conto del *rating* dell'emittente e del grado di leva significativamente superiore rispetto a quella *target* di settore ($\text{Net Debt/EBITDA}_{2014} = 5,34x$; $\text{D/E}_{2014} = 43,15\%$ vs $19,5\%$).

Grafico 5: Curva US Government Bond alla data di emissione del bond Crown Castle

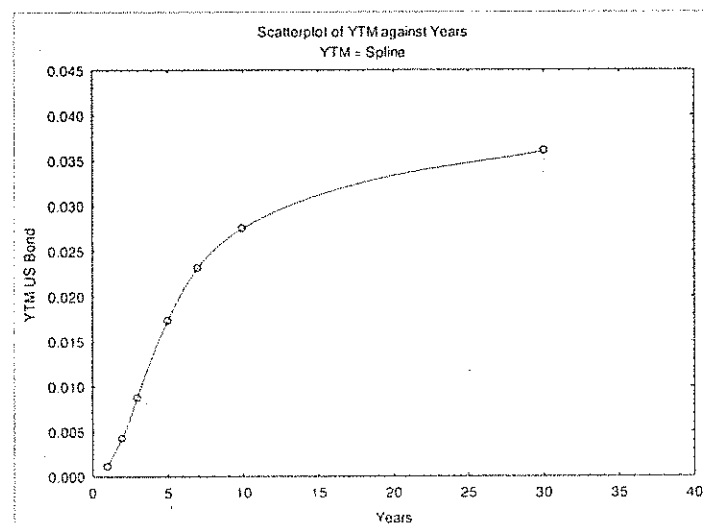


Tabella 6: Stima dello *spread* sull'emissione *Crown Castle*

Company Name	Crown Castle International Corp
Deal Nationality	United States
Pricing Date	01/04/2014
Years to Maturity	8
Yield to Maturity Bond	4,951%
Yield to Maturity Matching Government Bond	2,508%
Implied Spread at pricing date	2,443%

Al fine di ottenere una stima di *credit spread* allineata al grado di leva target di settore, è opportuno analizzare anche un campione più esteso di emissioni entro cui verificare le relazioni fondamentali tra *credit spread* e rapporto di indebitamento.

A tal fine, il modello utilizzato è il seguente:

$$Credit\ Spread_i = \alpha + \gamma_1 \times \ln(Maturity_i) + \gamma_2 \times \frac{Net\ Debt_{2014}^E}{EBITDA_{2014}^E} + \varepsilon$$

dove:

- $Credit\ Spread_i$ = spread dell'emittente "i" così come desunto dalla differenza tra lo YTM di fonte Dealogic e il più prossimo (per *maturity*) YTM di fonte Factset di titoli governativi del paese dell'emittente alla data del *pricing* dell'operazione;
- $Maturity_i$ = *maturity date* dell'emissione "i", espressa in anni, così come estratta
- $\ln(\blacksquare)$ = operatore logaritmico;
- $\frac{Net\ Debt_{2014}^E}{EBITDA_{2014}^E}$ = rapporto tra *net debt estimates* 2014 di consenso (*event windows* = 45 days al 31.12.2014) e EBITDA 2014 di consenso (come sopra).

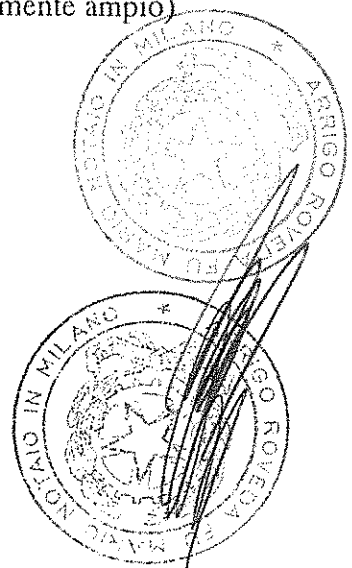
E' importante sottolineare che lo *spread* così calcolato risulta essere privo della componente di rischio paese (in quanto già catturata nella base: il tasso governativo).

Il campione di emissioni è stato estratto ricercando tramite banca dati Dealogic tutte le emissioni dal 1 Gennaio 2012 (al fine di disporre di un campione sufficientemente ampio) che soddisfacessero i seguenti criteri di ricerca:

- Telecommunications-Cable Television
- Telecommunications-Wireless/Cellular
- Telecommunications-Telephone
- Telecommunications-Services
- Telecommunications-Radio/TV Broadcasting

Al riguardo è opportuno sottolineare che:

1. non esiste una classificazione specifica per le *tower company*;
2. Crown Castle è classificata sotto la codifica Telecommunications-Wireless/Cellular;



3. ai fini delle analisi è necessario disporre di un elevato numero di osservazioni;
4. la maggior parte degli emittenti operanti nei settori identificati ha *assets* comparabili rispetto agli *assets* detenuti dalle *tower companies*.

Il campione così selezionato consta di 147 emissioni.

La tabella 7 riporta i risultati dell'analisi di regressione evidenziando una buona capacità esplicativa del modello (R^2 adjusted 32% circa) e coefficienti statisticamente significativi. E' opportuno a riguardo sottolineare che tanto l'intercetta quanto il coefficiente relativo al rapporto di leva finanziaria sono statisticamente significativi all'1%, evidenziando la robustezza dell'analisi. Il fatto che il parametro di *maturity* abbia una significatività statistica più contenuta (*p-value* entro il 10%) è legato al fatto che tale parametro cattura la componente di *time-structure* del solo *credit spread*, in quanto gli effetti derivanti dalla struttura a termine dei tassi di interesse è sterilizzata dall'algoritmo di determinazione del *credit spread* stesso (definito per differenza tra lo YTM dell'emissione e lo YTM del tasso governativo di pari scadenza).

Tabella 7: Sintesi dell'analisi di regressione ai fini della stima del *credit spread*

Statistica della regressione	
R multiplo	0,5731
R al quadrato	32,84%
R al quadrato corretto	31,91%
Errore standard	0,0147
Osservazioni	147

ANALISI VARIANZA					
	<i>gdl</i>	<i>SQ</i>	<i>MQ</i>	<i>F</i>	Significatività <i>F</i>
Regressione	2	0,0152	0,0076	35,2105	0,0000
Residuo	144	0,0312	0,0002		
Totale	146	0,0464			

	Coefficienti	Errore standard	Stat <i>t</i>	Valore di significatività
Intercetta	-0,0155	0,0051	-3,0338	0,0029
Duration	0,0029	0,0017	1,7314	0,0855
Net Debt _{2014E} /EBITDA _{2014E}	0,0111	0,0014	8,1313	0,0000

Tabella 8: Stima del *credit spread* di *Rai Way*

	Coefficienti	Parametri	C x P
Intercetta	-0,01553	1,0	-1,55%
Maturity	0,00291	10,0	0,67%
Net Debt _{2014E} /EBITDA _{2014E}	0,01106	2,5	2,77%
Spread Sintetico Rai Way			1,88%

La tabella 8 riporta la stima del *credit spread* implicito nei parametri della regressione di tabella 7 ed assumendo come riferimento una *maturity* del debito pari a 10 anni ed un rapporto *Net Debt/EBITDA* pari a 2,5. Lo *spread* risulta pari a 1,88%

Poiché tale *spread* è inferiore a quello in precedenza rilevato per *Crown Castle* di una misura ragionevole in relazione alla differenza di rapporto di indebitamento e alla diversa natura del debito (*investment grade vs speculative grade*), è stato considerato uno *spread* pari all'1,88% ai fini della determinazione del costo del debito.

Il costo del debito Post-Tax di Rai Way è stimabile come segue:

$$cod_{Post-Tax} = (2,85\% + 1,88\%) \times (1 - 27,5\%) = 3,43\%$$

Il costo medio ponderato del capitale stimato

Il costo medio ponderato del capitale (WACC) stimabile sulla base dei parametri sopra descritti e di una struttura finanziaria target corrispondente ad un D/E del 19,5% [D/EV pari al 16,32% = 19,5%/(1+19,5%)] è pari al 5,76%, desunto come segue:

$$WACC = 6,21\% \times 83,68\% + 3,43\% \times 16,32\% = 5,76\%$$

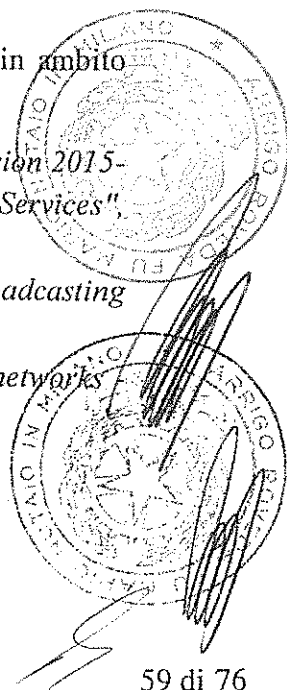
Le verifiche di ragionevolezza del costo del capitale (WACC)

E' opportuno osservare che, qualora in luogo del beta medio delle società comparabili si fosse utilizzato il *beta* della società quotata maggiormente comparabile (*EI Towers*), si sarebbe ottenuto un costo medio ponderato del capitale inferiore al precedente e pari al 5,63% (tabella 10).

Un'ulteriore verifica di ragionevolezza può essere ricostruita sulla base dei parametri utilizzati dai *regulators* nel settore *broadcasting/mobile* ai fini della stima delle tariffe regolamentate.

La tabella 9 riporta tale costo del capitale muovendo dalle fonti più recenti in ambito Europeo, rappresentate dai seguenti documenti:

- Plum Consulting, "The Estimated cost of capital for broadcast transmission 2015-2025. A report of Office of the Adjudicator - Broadcast Transmission Services", January 2015;
- Europe Economics, "Cost of Capital for Mobile, Fixed Line and Broadcasting Price Controls - Report for ComReg", April 2014;
- PTS/Copenhagen Economics, "Consultation on return rates for mobile networks an update", April 2014.



Il primo documento fa riferimento alla stima di costo del capitale nel comparto *broadcasting*; il secondo documento tratta il costo del capitale sia nel comparto *broadcasting* sia nel comparto mobile (evidenziando differenze trascurabili); il terzo documento fa riferimento al solo comparto *mobile*. I parametri sono riportati in tabella 9.

Tutti i parametri rilevanti ai fini della stima del costo medio ponderato del capitale sono sostanzialmente allineati ai parametri utilizzati dallo scrivente. L'unica sostanziale differenza attiene al differente tasso *risk free* adottato, in relazione al differente paese di riferimento del documento e alla differente data di misurazione (i tassi privi di rischio si sono significativamente ridotti nel corso del 2013-2014).

E' opportuno sottolineare che i documenti relativi al comparto *broadcasting* restituiscono un grado di leva *target* superiore rispetto al rapporto di leva considerato dallo scrivente. In tal senso anche il corrispondente *spread* sul debito risulta lievemente superiore. Il confronto tra lo *spread* implicito nell'emissione Crown Castle (2,443%), lo *spread* implicito nel maggior grado di leva assunto nei documenti sopra riportati (1,98%) e lo *spread* stimato dallo scrivente (1,88%), confortano sulla ragionevolezza del parametro assunto ai fini della stima del costo medio ponderato del capitale, tenuto conto del minore rapporto di indebitamento di riferimento (19,50% vs 35% vs 43%).

Per completezza lo scrivente ha stimato il *wacc* tramite l'applicazione dei parametri mediamente applicati nei documenti sopra riportati (Tabella 9) e di un tasso *risk free* corrispondente al tasso italiano (2,85%), ottenendo una stima di *wacc* inferiore a quella utilizzata ai fini della valutazione di Rai Way e pari al 5,51% (Tabella 10).

Tabella 9: Parametri di costo del capitale regolatorio – Stime di economisti

Emittente	Tipologia di parametro	Comparto	Data Report	Real WACC	Nominal WACC Reported	Tax Rate	Inflation
Plum Consulting ^A	Average Bounds	Broadcasting	January 2015	5,64%	8,48%	20,00%	3,30%
Europe Economics ^B	Point Estimate	Broadcasting	April 2014	n.d.	7,30%	12,50%	1,75%
Europe Economics ^B	Point Estimate	Mobile	April 2014	n.d.	7,40%	12,50%	1,75%
PTS ^C	Point Estimate	Mobile	April 2014	n.d.	6,05%	22%	n.d.
Mediana Broadcasting					7,89%	16,25%	2,53%
<i>Mediana Broadcasting + Mobile</i>					7,35%	16%	1,75%

Emittente	Risk Free	Beta Unlevered	Beta Levered	ERP	Cost of Equity	Credit Spread	D/E
Plum Consulting ^A	5,10%	0,55	1,00	4,75%	9,85%	2,20%	35%
Europe Economics ^B	4,09%	0,55	0,73	5,00%	7,74%	1,75%	25%
Europe Economics ^B	4,09%	0,55	0,79	5,00%	8,04%	1,75%	30%
PTS ^C	2,92%	0,50	0,77	5,50%	7,16%	2,20%	35%
Mediana Broadcasting	4,60%	0,55	0,87	4,88%	8,80%	1,98%	30,00%
<i>Mediana Broadcasting + Mobile</i>	4,09%	0,55	0,78	5,00%	7,89%	1,98%	32,50%

^A Plum Consulting, "The Estimated cost of capital for broadcast transmission 2015-2025. A report of Office of the Adjudicator - Broadcast Transmission Services", January 2015

^B Europe Economics, "Cost of Capital for Mobile, Fixed Line and Broadcasting Price Controls - Report for ComReg", April 2014

^C PTS, "Consultation on return rates for mobile networks - an update", April 2014



Tabella 10: Sintesi dei parametri e della stima del wacc Rai Way al 31.12.2014

Parametro	Beta Medio del Campione di Società Comparabili	Beta di EI Tower	Parametri utilizzati dai Regulators
Risk Free	2,85%	2,85%	2,85%
Unlevered Beta	0,588	<u>0,563</u>	<u>0,550</u>
Struttura Finanziaria Target - D/E	19,50%	19,50%	30,00%
Tax Rate	27,50%	27,50%	27,50%
Levered Beta	0,671	0,642	0,670
ERP	5,00%	5,00%	<u>4,88%</u>
Cost of Equity	6,21%	6,06%	6,12%
Risk free	2,85%	2,85%	2,85%
Spread	1,88%	1,88%	<u>1,98%</u>
Cost of Debt Lordo	4,73%	4,73%	4,83%
Cost of Debt Netto	3,43%	3,43%	3,50%
D/EV	16,32%	16,32%	23,08%
<u>WACC</u>	<u>5,76%</u>	<u>5,63%</u>	<u>5,51%</u>

3.5 La stima del valore economico delle azioni Rai Way

Una volta analizzati e illustrati i flussi e i tassi rilevanti ai fini della stima dell'*Enterprise Value* di Rai Way, è opportuno meglio dettagliare la formula valutativa per tener conto, da un lato, dell'aggiustamento necessario al flusso nel *terminal value* e dall'altro del beneficio fiscale oltre l'orizzonte di previsione esplicita considerato.

In particolare, come accennato in precedenza, la sterilizzazione del beneficio fiscale dovuto ai maggiori ammortamenti nel flusso rilevante ai fini del *terminal value*, richiede separata considerazione dei benefici fiscali derivanti dalla frazione di ammortamenti – superiore ai *capex* – oltre il 2018 per un numero limitato di anni (sei).

La formula valutativa viene quindi ri-espressa come segue:

Enterprise Value =

$$\begin{aligned} & \sum_{t=2015}^{2018} \frac{FCF_t}{(1+WACC)^{t-2014}} + && \text{VALORE ATTUALE DEI FCF NEL PERIODO DI PREVISIONE ESPLICITA} \\ & + \frac{1}{(1+WACC)^{2018-2014}} \times \frac{FCF_{2018}^{TV} \times (1+g)}{(WACC-g)} + && \text{VALORE ATTUALE DEI FCF NORMALIZZATI OLTRE IL PERIODO DI PREVISIONE ESPLICITA} \\ & + \frac{1}{(1+WACC)^{2018-2014}} \times [Amm_{2018} - capex_{2018}] \times t_c \times a_{n-WACC} && \text{VALORE ATTUALE DEI BENEFICI FISCALI OLTRE IL PERIODO DI PREVISIONE ESPLICITA} \end{aligned}$$

dove:

- FCF_t = *Unlevered Free Cash Flow* (anche *Free Cash Flow* o flusso di cassa operativo) nel periodo di previsione esplicita;
- FCF_{2018}^{TV} = *Unlevered Free Cash Flow* (anche *Free Cash Flow* o flusso di cassa operativo) utilizzato ai fini della costruzione del valore terminale, normalizzato in relazione ai benefici fiscali non ripetibili a tempo indefinito;
- $[Amm_{2018} - capex_{2018}] \times t_c$ = beneficio fiscale mediano di consenso (*Tax amortization adjustment*, Tabella 4 del paragrafo relativo ai flussi rilevanti), pari a 5 milioni di euro
- a_{n-WACC} = valore attuale di una rendita che da diritto a ricevere un euro per sei anni, sulla base di un tasso di sconto pari al costo medio ponderato del capitale (WACC), pari al 5,76%;
- WACC = costo medio ponderato del capitale, pari al 5,76%;
- g = saggio di crescita degli FCF in perpetuo, pari all'1,2%.

La scelta di un saggio di crescita in *perpetuity* nella misura dell'1,2% è legata alle seguenti considerazioni:

1. gli *equity analysts* di Rai Way utilizzano un tasso di crescita in mediana pari all'1% (Tabella 1);

Tabella 1: Saggio di crescita g utilizzato dagli *equity analysts* che seguono il titolo

Emittente	Data Report	Crescita g
Credit Suisse	30/12/2014	n.d.
Equita	09/02/2015	0,50%
Mediobanca	30/12/2014	1,50%
Exane BNP Paribas	29/01/2015	2,00%
Banca IMI	26/01/2015	1,00%
Citi	30/12/2014	0,00%
Media		1,00%
Mediana		1,00%

2. le fonti di previsione macroeconomica proiettano tassi d'inflazione di lungo termine per il nostro paese superiori all'1,5% (tabella 2) e in mediana pari all'1,60%;

Tabella 2: Tasso di inflazione stimato dagli analisti macroeconomici

Emittente	Data Report	Inflazione LT
Prometeia ^A	Gennaio 2015	1,60%
IMF ^B	Ottobre 2014	1,50%
Consensus Economics ^C	Ottobre 2014	1,90%
Media		1,67%
Mediana		1,60%

^A Prometeia, Rapporto di previsione, Gennaio 2015

^B International Monetary Fund, World Economic Outlook Database, October 2014

^C Consensus Forecasts - A digest of International Economic Forecasts, October 2014

Poiché Rai Way gode di un effetto leva – prezzo favorevole, il saggio di crescita dei *free cash flows*, in un contesto inflazionistico, dovrebbe risultare superiore alle attese di crescita dei ricavi (per la maggior parte indicizzati all'inflazione). A solo titolo di esempio, assumendo un rapporto fra *free cash flow* e ricavi compreso tra il 20% e il 30%, ed assumendo altresì che solo il 50% dei *cash costs* (*opex* + *capex*) sia indicizzato all'inflazione al consumo, per ogni punto percentuale di inflazione i *free cash flow* crescerebbero in misura compresa tra il 2% e il 3%³⁷;

³⁷ Hp: Ricavi = 100; FCF = 20; Opex + Capex indicizzati = - (100-20) x 50% = 40; Ricavi_{t+1} = 100 x (1 + 1%) = 101; [Opex + Capex indicizzati]_{t+1} = 40 x (1+1%) = 40,4; FCF_{t+1} = 100-40-40,4 = 20,6; $g_{FCF} = (20,6/20) - 1 = 3\%$

3. considerando la media tra il tasso di crescita mediano degli *equity analysts* (1%) e il tasso d'inflazione mediano di fonte macroeconomica (1,6%), si otterrebbe un saggio di crescita pari all'1,30%;
4. il management di EI Towers ha dichiarato allo scrivente l'utilizzo, ai fini di *impairment test* (prospettiva dell'azionista di controllo; valutazione che deve tenere conto di profili di prudenza, in quanto rispondente ad esigenze di *financial reporting*) l'utilizzo di un saggio di crescita in perpetuo dei *free cash flow* pari all'1,20%.

Sulla base di queste considerazioni si è giudicato appropriato l'utilizzo di un saggio di crescita dei FCF oltre il 2018 pari all'1,20%.

Sulla base della formula richiamata in precedenza, e dei parametri di input (FCF adjusted nel periodo di previsione esplicita 2015-2018, WACC e saggio g) l'*Enterprise Value* di Rai Way al 31.12.2014 è stimabile in 1.320 milioni di euro (tabella 4).

Sulla base della Posizione Finanziaria Netta 2014 (PFN o Net Financial Position) stimata in mediana dagli *equity analysts* (Vedi tabella 3), pari a 66 milioni di euro, e del debito per il trattamento di fine rapporto (TFR), stimato in 21 milioni di euro (tabella 3), il valore del 100% delle azioni di Rai Way al 31.12.2014 è stimabile in misura pari a 1.233 milioni di euro ($= 1.320 - 66 - 21$).

Tabella 3: Posizione Finanziaria Netta (PFN) e Altre Passività al 31.12.2014 di consenso degli *equity analysts*

Emittente	Data Report	Net Debt	TFR
Equità	09/02/2015	66	
Exane BNP Paribas	29/01/2015	70	21
Banca IMI	26/01/2015	66	21
Citi	30/12/2014	65,1	
Credit Suisse	30/12/2014	64,1	
Mediobanca	30/12/2014	69,7	
Media		66,8	21,0
Mediana		66,0	21,0

Tale valore, suddiviso per il numero di azioni in circolazione al 31.12.2014 pari a 272 milioni, restituisce un valore economico per azione Rai Way pari a 4,53 euro/azione.

Pertanto il valore del 100% delle azioni di Rai Way stimato dallo scrivente (1.233 milioni di euro) è pressoché coincidente con il prezzo riconosciuto in sede di OPASc (1.225 milioni di euro).

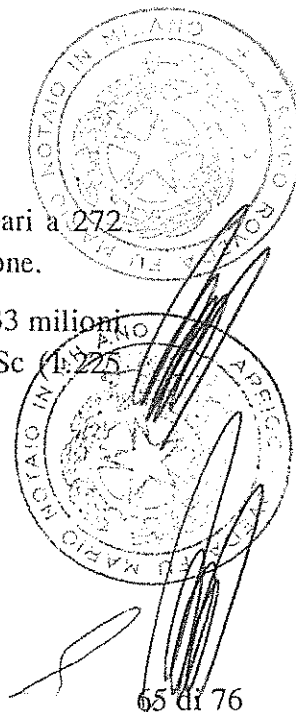


Tabella 4: Stima del valore economico delle azioni Rai Way al 31.12.2014

WACC	5,76%	WACC - beta mediano società comparabili				
g	1,20%	Saggio di crescita I.T. El Tower				
Valori in milioni di Euro						
Anno		2015 E	2016 E	2017 E	2018 E	TV
Free Cash Flows di consenso Adjusted	A	43,9	45,9	61,9	67,3	62,6
Discount Factor	B	0,946	0,894	0,845	0,799	
NPV (Free Cash Flows)	$C = A \times B$	41,5	41,0	52,3	53,8	
Σ NPV (Free Cash Flows)	$D = \Sigma C_{2015-2018}$	188,6				
Terminal Value - Componente desunta dal valore attuale dei FCF normalizzati	$E = A_{TV} \times$ $(1+g)/(WACC-g)$					1390,5
Terminal Value - Componente benefici fiscali oltre il periodo di piano	$F = Tax Amortization$ $Adjustment \times a_{n,WACC}$					24,7
NPV (Terminal Value)	$G = (E + F) \times B$	1131,4				
Enterprise Value	$H = D + G$	1319,9				
Net Financial Position 31.12.2014 E	I	66,0				
Indemnities 31.12.2014 E	L	21,0				
Equity Value	$M = H - I - L$	1232,9				
NOSH 31.12.2014	N	272				
Equity Value per Share	$O = M / N$	4,53				

3.6 Metodo di controllo: multipli di società e di transazioni comparabili

Come riportato nel primo capitolo il metodo dei multipli di società e di transazioni comparabili è stato utilizzato a soli fini di controllo. Le ragioni vanno ricercate nell'assenza di società quotate strettamente comparabili e di transazioni aventi per oggetto società simili a Rai Way. Di seguito si riportano i risultati delle analisi compiute presentandoli in forma idonea alla verifica di ragionevolezza dei risultati raggiunti con il criterio principale (DCF), il quale ha di fatto confermato il prezzo d'Offerta implicita nell'OPASc.

Multipli di società comparabili

Il campione di *player* comparabili è stato scomposto in due campioni: nel primo campione (*ex emerging countries* = campione ristretto) figurano le sole società utilizzate ai fini della stima del costo del capitale; nel secondo campione (*cum emerging countries* = campione completo) sono incluse anche società operanti in economie emergenti. Tutti i dati sono di fonte *Factset*.

I multipli considerati sono i seguenti:

$$EV_Sales_{14} = \frac{EV_{23.02.2015}}{Sales_{2014 E}} ; EV_Sales_{15} = \frac{EV_{23.02.2015}}{Sales_{2015 E}}$$

$$EV_EBITDA_{14} = \frac{EV_{23.02.2015}}{EBITDA_{2014 E}} ; EV_EBITDA_{15} = \frac{EV_{23.02.2015}}{EBITDA_{2015 E}}$$

$$EV_EBITDA - CAPEX_{14} = \frac{EV_{23.02.2015}}{EBITDA_{2014 E} - capex_{2014 E}} ;$$

$$EV_EBITDA - CAPEX_{15} = \frac{EV_{23.02.2015}}{EBITDA_{2015 E} - capex_{2015 E}}$$

dove l'Enterprise Value è stimato per somma de³⁸:

- (+) Market Cap al 23.02.2015;
- (+) Net Debt 2014 E (stima degli *equity analysts* al 23.02.2015);
- (+) Minority Interests 2013 (in assenza di una stima degli *equity analysts*)
- (-) Investment in Unconsolidated Subsidiaries 2013 (in assenza di una stima degli *equity analysts*)

La tabella 1 riporta il calcolo dei multipli per il campione di società comparabili a confronto con i multipli impliciti nel prezzo d'Offerta di Rai Way al 23 Febbraio 2015. Dalla tabella emerge come i multipli EV/EBITDA (sia 2014 che 2015) impliciti nell'offerta rivolta ai soci di Rai Way siano sostanzialmente allineati a quelli di El Towers

³⁸ Factset non censisce i debiti relativi al TFR e pertanto l'*enterprise value* esclude tali passività.

(la società più comparabile). I multipli EV/Sales sono invece più elevati per Rai Way anche per effetto della maggiore quantità di siti in proprietà di quest'ultima rispetto ad EI Towers. Il multiplo EV/(EBITDA-capex) mostra nel 2015 un valore relativo di Rai Way più elevato rispetto a quello di EI Towers per effetto del picco di investimenti di quell'anno, che contribuisce a ridurre il denominatore del multiplo (tuttavia tale effetto è destinato, nelle attese del consenso, a rientrare dal 2017).

La tabella 2 pone a confronto i multipli impliciti di Rai Way con i rispettivi multipli dei due campioni (completo e ristretto). Dalla tabella emerge come i multipli di Rai Way siano sempre inferiori a quelli dei *peers*. La stessa relazione è illustrata nella figura 3, che riporta il *box-plot* dei multipli delle società del campione completo. Nella figura è riportato, per ciascun multiplo, il valore implicito nel prezzo Rai Way di 4,5 euro per azione tramite un pallino di colore arancione. Come è possibile osservare, il multiplo implicito Rai Way risulta sempre nella parte bassa della forchetta di multipli di società comparabili.

Una ulteriore verifica della ragionevolezza del multiplo implicito nel prezzo Rai Way di 4,5 euro per azione può essere compiuta analizzando la relazione che esiste fra il multiplo EV/Sales₂₀₁₅ e il rapporto di indebitamento delle società attraverso la seguente relazione:

$$\frac{EV_{23.02.2015}}{Sales_{2015 E}} = \alpha + \delta \times \frac{Net Debt_{2014 E}}{EBITDA_{2015 E}} + \varepsilon$$

Il grafico 4 illustra la dispersione del multiplo EV/Sales rispetto all'indebitamento delle società del campione completo (esclusa Bharti Infratel Ltd., che presenta una posizione finanziaria netta attiva).

Dal grafico è possibile osservare che le società italiane, attualmente meno indebitate, presentano un multiplo EV/Sales inferiore rispetto alle società più indebitate. Tale evidenza fornisce un'ulteriore riprova del fatto che la capacità di indebitamento non ancora sfruttata costituisce una fonte di valore per le imprese del settore.

Tabella 1: Informazioni utilizzate ai fini dell'analisi dei multipli di società comparabili

Company Name	Rail Way SpA	ET Towers SpA	American Tower Corp.	SBA Communications Corp.	Crown Castle International Corp.	PT Sarana Menara Nusantara Tbk	PT Tower Bersama Infrastructure Tbk	Bharti Infratel Ltd.	PT Solusi Tunas Pratama Tbk
Symbol	RWAY-IT	ET-IT	AMT-US	SBAC-US	CCI-US	TOWR-ID	TBIG-ID	534816-IN	SUPR-ID
Tipologia Country	23/02/2015	23/02/2015	23/02/2015	23/02/2015	23/02/2015	23/02/2015	23/02/2015	23/02/2015	23/02/2015
Data Market Cap	1'005	1'295	38'588	15'409	29'347	38'720	42'689	693'648	10'067
Prezzo al 23.02.2015	4,5	45,8	97,3	119,4	87,9	3'795,0	8'900,0	366,9	8'850,0
Prezzo d'offerta	272	28	396	129	334	10	5	1'891	1
NOSH Inst. Factset	n.d.	131	14'013	5'702	11'188	7'802	12'126	-6'654	2'899
Net Debt 2014 E	66	100	14'432	7'680	11'745	n.d.	13'689	-50'252	n.d.
Investment Unconsolidated Subs 2013	0	0	0	38	0	0	0	0	0
Minority Interest 2013	0	0	56	0	14	-5	126	0	0
Sales 2014	207	233	4'108	1'519	3'690	4'171	3'262	117'653	n.d.
Sales 2015	213	240	4'600	1'664	3'765	4'836	5'406	130'347	n.d.
EBITDA 2014	104	110	2'658	992	2'137	3'453	2'662	49'938	n.d.
EBITDA 2015	107	115	2'949	1'100	2'156	3'977	4'090	56'961	n.d.
EBIT 2014	53	67	1'524	333	994	2'343	2'550	28'036	n.d.
EBIT 2015	59	72	1'803	419	1'034	2'737	3'962	33'937	n.d.
CAPEX 2014	21	23	975	#N/D	780	2'098	2'060	19'343	n.d.
CAPEX 2015	43	21	601	215	523	1'221	2'172	20'178	n.d.

Metodo di stima del valore di mercato dell'equity	Prezzo d'offerta	Market Cap Ante Annuncio
Valore di mercato dell'equity	1'225	1'295
Somma del debito al 31.12.2014	66	100
Investment Unconsolidated Subs 2013	0	0
Minority Interest 2013	0	0
Enterprise Value di mercato	1'291	1'396
EV/Sales 2014	6,23 x	5,98 x
EV/Sales 2015	6,07 x	5,82 x
EV/EBITDA 2014	12,41 x	12,69 x
EV/EBITDA 2015	12,06 x	12,18 x
EV/(EBITDA-CAPEX) 2014	15,55 x	16,05 x
EV/(EBITDA-CAPEX) 2015	20,04 x	14,94 x
EV/Sales 2014	6,23 x	5,98 x
EV/Sales 2015	6,07 x	5,82 x
EV/EBITDA 2014	12,41 x	12,69 x
EV/EBITDA 2015	12,06 x	12,18 x
EV/(EBITDA-CAPEX) 2014	15,55 x	16,05 x
EV/(EBITDA-CAPEX) 2015	20,04 x	14,94 x

* Utilizzato parametro 2013 in assenza di sume di mercato 2014.

N.B.: Valori in milioni così come estratti dal database Factset (arrotondati solo ai fini di una più chiara esposizione).

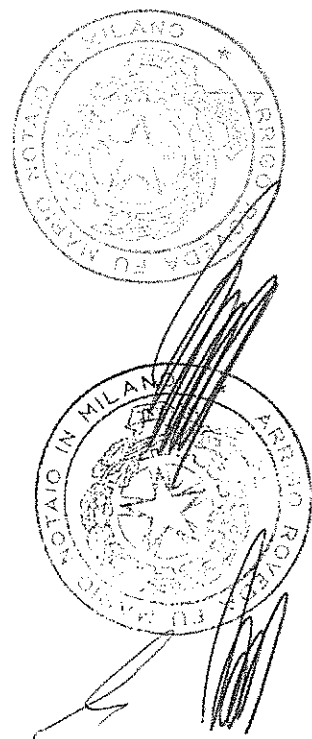
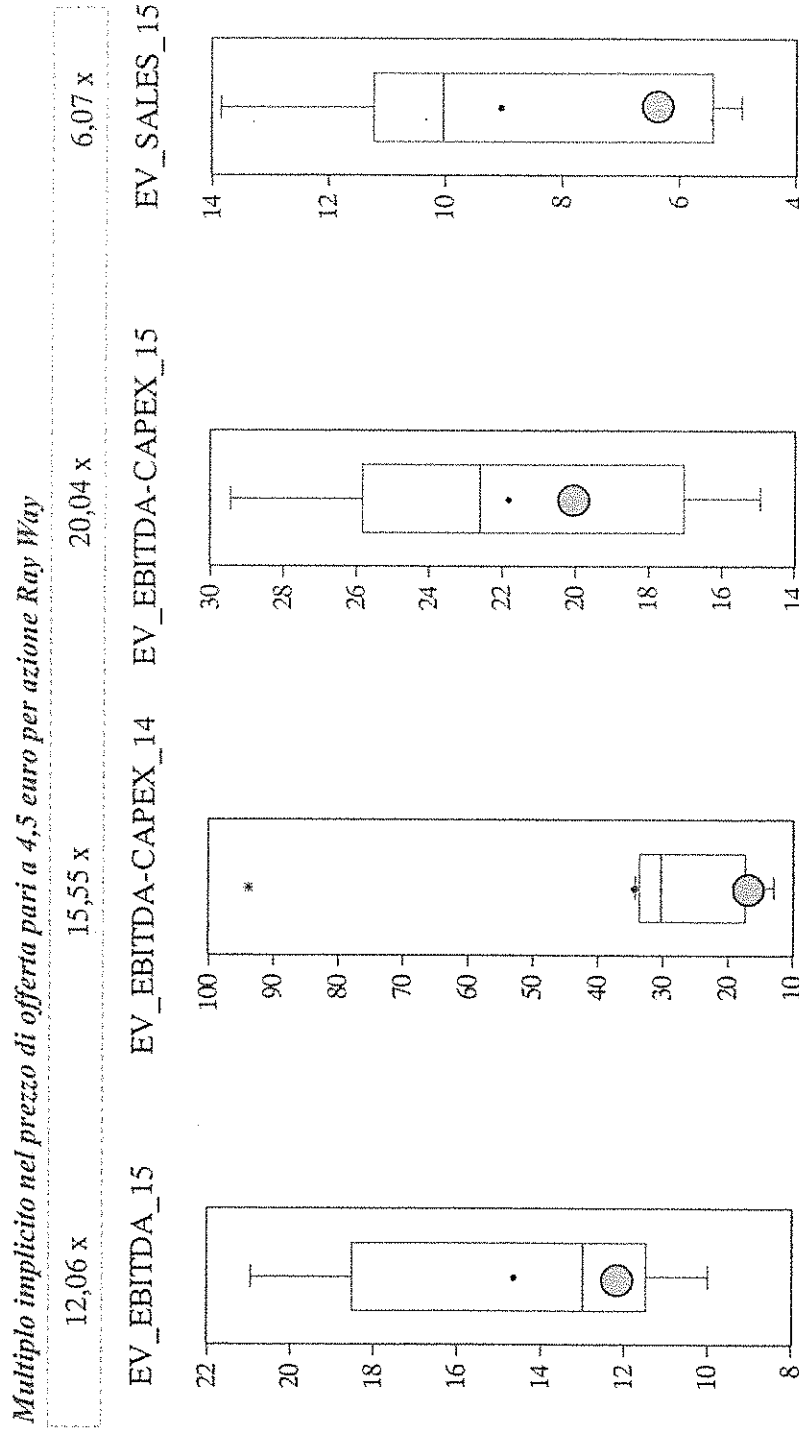


Tabella 2: Confronto tra i multipli mediani di società comparabili al 23.02.2015 ed il multiplo implicito nel prezzo d'offerta

Company Name	Rai Way SpA	Mediana Campione Completo	Mediana Campione ex paesi emergenti
Symbol	RWAY-IT		
Tipologia Country			
Data Market Cap	23/02/2015		
Market Cap at 23.02.2015	1'005		
Prezzo al 23.02.2015			
Prezzo d'offerta	4,5		
NOSH Inst. Factset	272		
Net Debt 2013	n.d.		
Net Debt 2014 E	66		
Investment Unconsolidated Subs 2013	0		
Minority Interests 2013	0		
Sales 2014	207		
Sales 2015	213		
EBITDA 2014	104		
EBITDA 2015	107		
EBIT 2014	53		
EBIT 2015	59		
CAPEX 2014	21		
CAPEX 2015	43		
Metodo di stima del valore di mercato dell'equity	Prezzo d'offerta		
Valore di mercato dell'equity	1'225		
Stima del debito al 31.12.2014	66		
Investment Unconsolidated Subs 2013	0		
Minority Interests 2013	0		
Enterprise Value di mercato	1'291		
EV/Sales 2014	6,23 x	11,15 x	12,03 x
EV/Sales 2015	6,07 x	10,45 x	11,23 x
EV/EBITDA 2014	12,41 x	19,24 x	19,60 x
EV/EBITDA 2015	12,06 x	13,81 x	18,53 x
EV/(EBITDA-CAPEX) 2014	15,55 x	30,92 x	30,30 x
EV/(EBITDA-CAPEX) 2015	20,04 x	22,60 x	23,89 x

Figura 3: Box-Plot dei multipli di società comparabili al 23.02.2015 a confronto con il multiplo implicito nel prezzo d'offerta

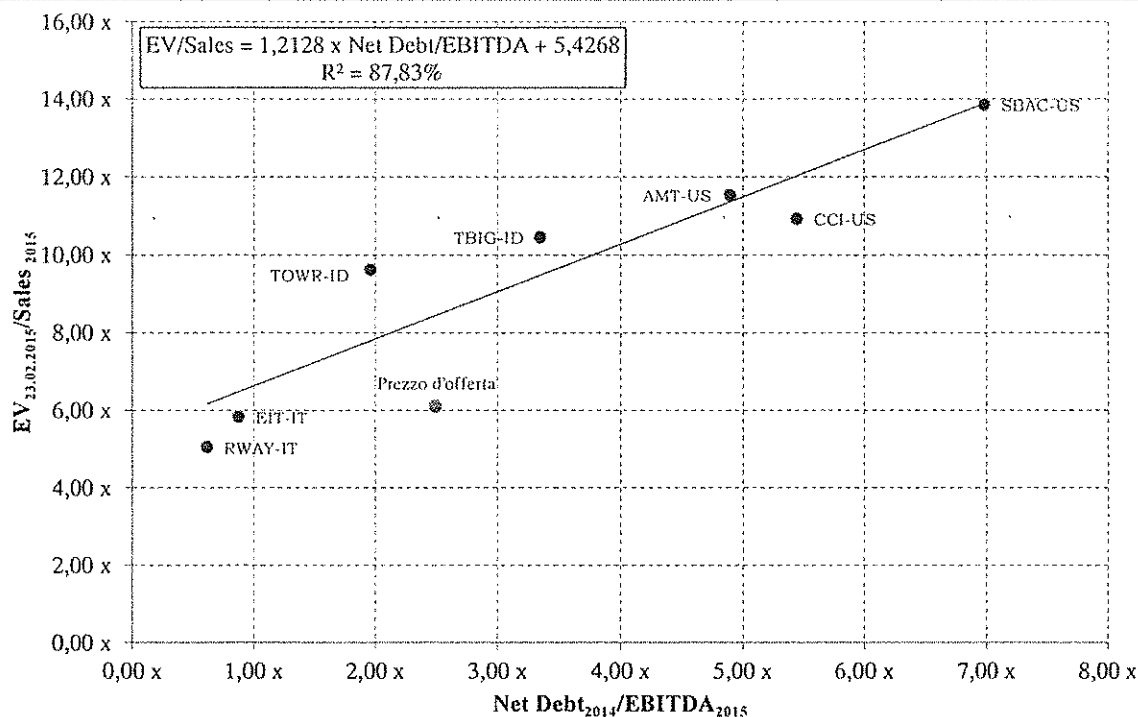


Campione: El Towers SpA; American Tower Corp.; SBA Communications Corp.; Crown Castle International Corp.; PT Sarana Menara Nusantara Tbk; PT Tower Bersama Infrastructure Tbk; Bharti Infratel Ltd.

Legenda:

EV = Enterprise Value Core = Market Cap al 23.02.2015 + Net Debt 2014 E (in assenza 2013 A) + Minority Interest 2013A ~ Inv. Unconsolidated Subs 2013A;
EBITDA = Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization
CAPEX = Capital Expenditure
SALES = Sales
Estimates 45 days;
Actual (dato utilizzato in assenza di stime 2014 da parte degli equity analysts;
EBITDA, CAPEX, SALES (14 vs 15) = EBITDA, Capex e Sales stimati dagli equity analysts per il 2014 (14) o il 2015 (15).

Grafico 4: Relazione tra Net Debt/EBITDA e multiplo EV/Sales per le società comparabili

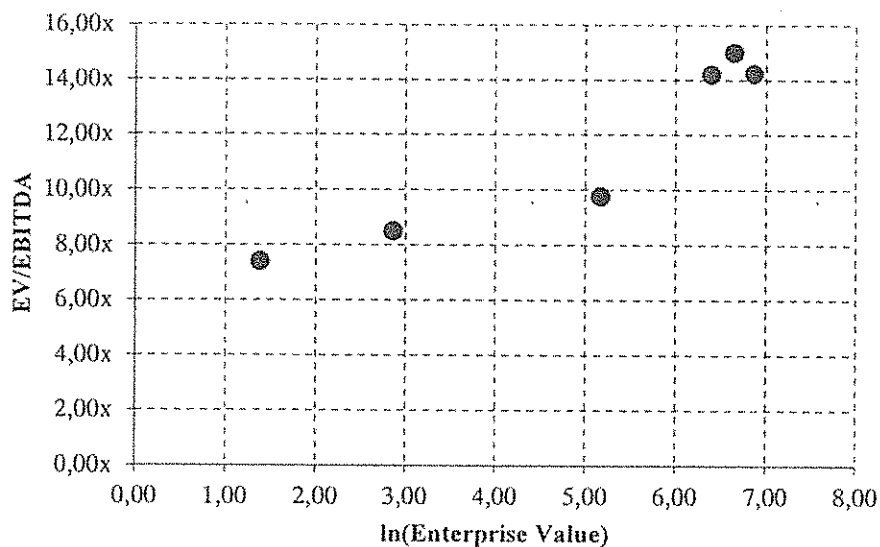


Multipli di transazioni comparabili

Il campione di transazioni è stato desunto dalle seguenti fonti informative: a) transazioni realizzate da EI Towers; b) transazioni presenti nel data-provider Zephir; c) transazioni rilevate a mezzo stampa. La selezione ha restituito nove transazioni comparabili (tabella 7).

La principale fonte informativa utilizzata per la ricostruzione dei multipli impliciti in tali transazioni è la banca dati *Bureau Van Dijk* (sia per quanto riguarda gli *Enterprise Values* – pacchetto *Zephir Bureau Van Dijk* – sia per quanto riguarda i dati economici della target – pacchetto *Amadeus Bureau Van Dijk*). Ai fini della ricostruzione dei multipli sono state utilizzate le più recenti informazioni disponibili.

Grafico 6: Relazione tra multiplo EV/EBITDA riconosciuto nelle transazioni comparabili e dimensione della *target*



Le transazioni restituiscono un multiplo EV/EBITDA medio e mediano (rispettivamente 11,52x e 11,98x) sostanzialmente allineati rispetto a quello ($EV/EBITDA_{2014} = 12,40x$ – vedi tabella 2) implicito nel prezzo d’Offerta delle azioni Rai Way pari a 4,5 euro. Chiaramente esiste una relazione tra la dimensione della società acquisita (*size* dell’infrastruttura) e il multiplo riconosciuto nella transazione, nel senso che a un *network* più esteso (scala nazionale) e con maggior copertura viene riconosciuto un premio rispetto ad un *network* più piccolo (al limite composto esclusivamente da poche torri). Per questa ragione la tabella riporta il controvalore del deal in milioni di euro e il grafico 6 illustra la relazione diretta fra multiplo EV/EBITDA e la *size* del *deal*. Se ne ricava che pur essendo il multiplo implicito nel prezzo di Offerta allineato alla mediana dei comparabili, qualora si tenesse in conto la dimensione di Rai Way, il multiplo si posizionerebbe nella fascia più elevata di quelli registrati nelle transazioni del settore.



Tabella 7: Multipli di transazioni comparabili dal 2007 al 2015

Acquirer name	Target name	% Acquired	Announced date	Deal EV	Pre-deal target EBITDA	Deal EV/EBITDA
ABERTIS	GALATA	A	02/03/2015	770	n.d.	15,00x
ET TOWERS	HIGHTEL	B	31/10/2014	18	n.d.	8,30x
BROOKFIELD INFRASTRUCTURE PARTNERS LP	TDF SAS FRANCE-BASED UNIT	C	06/11/2014	3.560	n.d.	n.d.
NISZ NEMZETI INFOKOMMUNIKACIOS SZOLGALTATO ZRT	ANTENNA HUNGARIA MAGYAR	D	26/03/2014	176	18	9,76x
ET TOWERS	SART	E	28/02/2014	4	n.d.	7,40x
ALINDA CAPITAL PARTNERS LLC	EMITEL SP ZOO	F	02/12/2013	961	68	14,24x
FIRST STATE INVESTMENT MANAGEMENT (UK) LTD	DIGITA OY	G	06/08/2012	362	n.d.	n.d.
DIGITAL MULTIMEDIA TECHNOLOGIES SPA	ET TOWERS SPA	H	28/07/2011	601	42	14,21x
MONTAGU	TP EMITEL SP ZOO	I	24/03/2011	429	n.d.	n.d.
TDF SAS	T-SYSTEMS MEDIA&BROADCAST GMBH	L	08/11/2007	850	n.d.	n.d.
TDF SAS	ANTENNA HUNGARIA RT	M	09/05/2007	316	n.d.	n.d.
Media						11,52x
Mediana						11,98x
N° Osservazioni						6

¹ mezzo stampa - corriere.it e repubblica.it

² Informazioni estratte da presentazioni ET Towers

³ Sales 2013-2014 estratte dal website della target

⁴ EBITDA Adj. Estratto da press release del 26.03.2014

⁵ Informazioni estratte da presentazioni ET Towers

⁶ EBITDA estratto da News di Reuters del 02.12.2013

⁷ Sales estratte da Press release del 06.08.2012

⁸ EV costruito come Deal Equity + PVN al 30.06.2012 da Progetto di Fusione e Sales ed EBITDA 2010 estratti da Bilancio Consolidato Mediaset 2011

⁹ Sales 2010 estratte da press release (PVN 377 mln al cambio del 31.12.2010)

¹⁰ Sales estratte da press release del 15.01.2008

¹¹ Dati Zephyr unconsolidated controllati con bilanci consolidati 2005 che approssimano quelli unconsolidated 2007

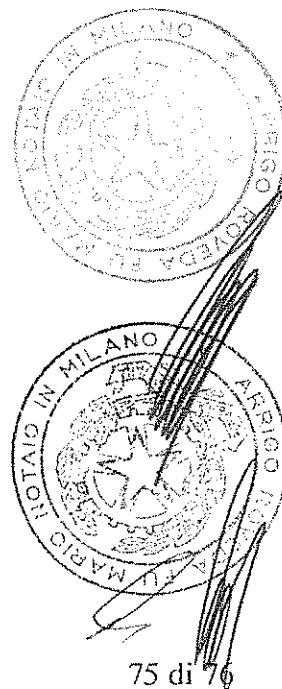
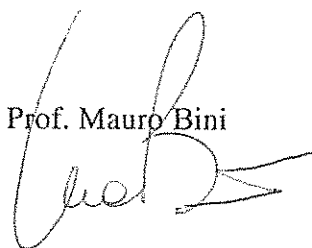
N.B.: Tutti i dati la cui fonte non è citata nelle note specifiche sono di fonte Zephyr Bureau Van Dijk

4. CONCLUSIONI

Alla luce delle analisi svolte e tenuto conto delle finalità, delle peculiarità e delle difficoltà dell'incarico ricevuto descritte nel capitolo primo di questa relazione, lo scrivente ritiene che il valore complessivamente attribuibile alle n° 272 milioni di azioni di Rai Way S.p.A., potenzialmente conferibili in adesione all'Offerta Pubblica di Acquisto e Scambio proposta da EI Towers S.p.A., possa essere ragionevolmente stimato alla data di riferimento del 31.12.2014 in euro 1.233 milioni (euro 4,53 per azione).

Milano, 06 Marzo 2015

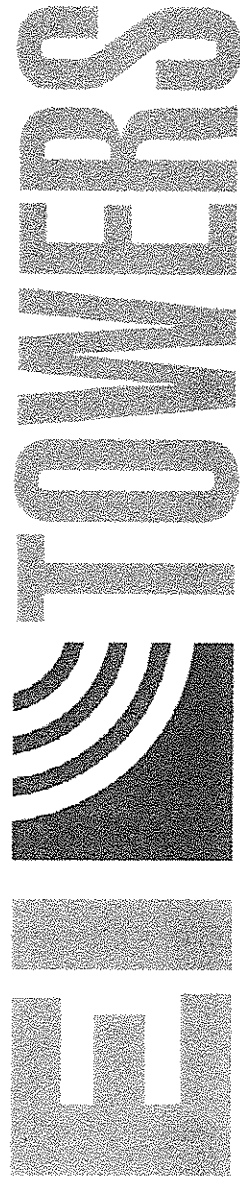
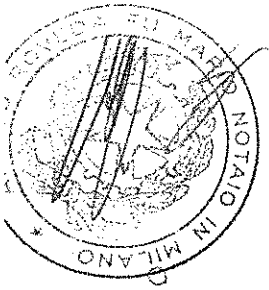
Prof. Mauro Bini



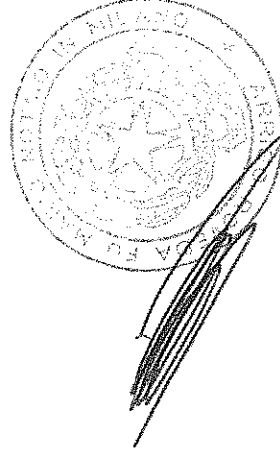
APPENDICE: EQUITY RISK PREMIUM ASSUNTO DAI REGULATORS NEI SETTORI DELLE INFRASTRUTTURE

Regulatory body	Year	Sector/company	ERP %
Commission for Communication Regulation	2014	Mobile&Fixed Telecom, Broadcasting	5,00%
Ofwat	2014	Water	4,75%
Competition Commission	2013	Northern Ireland Electricity (provisional)	4,75%
Ofgem	2013	Electricity distribution	5,25%
Ofgem	2013	Transmission and gas distribution	5,25%
Ofcom	2011	BT Openreach	5,00%
Competition Commission	2010	Bristol water	5,00%
CAA	2010	NATS	5,25%
Ofwat	2009	Water	5,40%
Ofcom	2009	Openreach	5,00%
Ofgem	2009	Electricity Distribution	5,25%
NIAUR	2008	SONI	4,50%
CAA	2008	Heathrow and Gatwick	4,50%
CC	2008	Heathrow and Gatwick	3,50%
Ofgem	2007	Gas Distribution	4,75%
Ofgem	2006	Transmission	4,50%
Ofcom	2005	BT	4,50%
Postcomm	2005	Royal Mail	3,75%
Ofwat	2004	Water	3,50%
Ofgem	2004	Electricity distribution	4,75%
Maximum			5,40%
Media			4,71%
Minimum			3,50%

Allegato "....."
Alla raccolta n. 16949



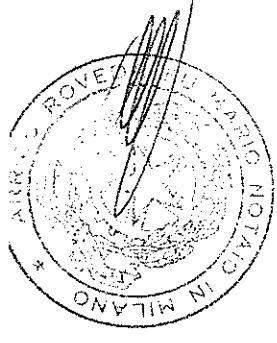
Assemblea Straordinaria degli Azionisti 27 marzo 2015





Aggiornamento sul settore torri

Panorama del mercato italiano



- Telecom Italia sta valutando la quotazione in borsa di Inwit (*tower company*)
- È stata annunciata di recente la vendita parziale del portafoglio torri di Wind ad Abertis (7.377 siti e relativi contratti)
- El Towers ha presentato un'offerta pubblica di acquisto e scambio volontaria per il 100% di Rai Way

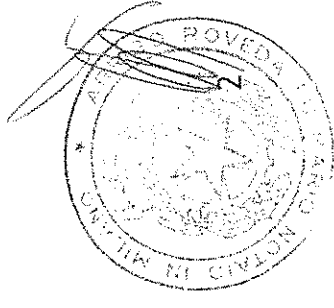
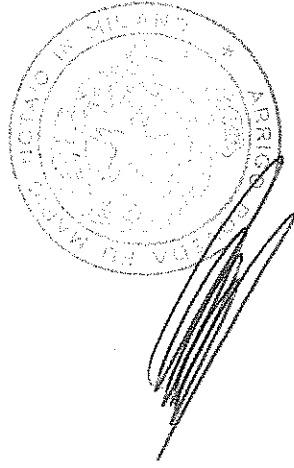
A handwritten signature in black ink, consisting of a stylized 'S' followed by a series of loops.



Eventi recenti

Offerta pubblica di acquisto e scambio volontaria su Rai Way

- Principali termini economici dell'offerta:
 - Circa €4,50 per azione (Equity Value per Rai Way: €1.225,3m)
 - » +22% rispetto al prezzo di riferimento unitario delle azioni ordinarie Rai Way registrato in data 23 febbraio 2015, pari a €3,69
 - » +52,7% rispetto al prezzo di riferimento unitario delle azioni ordinarie Rai Way registrato in data 19 novembre 2014, i.e. la data di avvio delle negoziazioni delle azioni ordinarie Rai Way sul MTA, pari a €2,95
 - Corrispettivo:
 - » €3,13 in contanti per ogni azione di Rai Way
 - » 0,03 azioni ordinarie di El Towers di nuova emissione per ogni azione di Rai Way
- Un solido progetto industriale volto alla creazione di un operatore unico delle torri broadcasting, in linea con le *best practice* europee



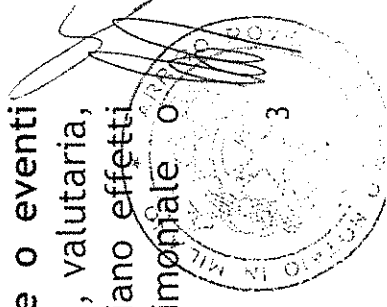


Eventi recenti

Offerta pubblica di acquisto e scambio volontaria su Rai Way (segue)

- L'Offerta è subordinata alle seguenti condizioni:

- Approvazione incondizionata da parte dell'Autorità Garante della Concorrenza e del Mercato dell'acquisizione del controllo di Rai Way da parte di EI Towers
- Approvazione della proposta di Aumento di Capitale da parte dell'Assemblea Straordinaria di EI Towers, convocata per il 27 marzo 2015
- Acquisizione da parte di EI Towers (per effetto dell'Offerta o di acquisti effettuati al di fuori dell'Offerta ma nel rispetto delle disposizioni normative applicabili) di una **partecipazione pari almeno al 66,67% del capitale sociale di Rai Way**
- Autorizzazione da parte del **Ministero dello Sviluppo Economico** alla prosecuzione delle attività inerenti il servizio pubblico svolto da RAI avvalendosi di Rai Way, anche successivamente all'acquisizione del controllo della stessa da parte di EI Towers
- **Che non si siano verificati**, alla data di pagamento del Corrispettivo, **circostanze o eventi straordinari, ovvero gravi mutamenti negativi** nella situazione finanziaria, economica, valutaria, normativa o di mercato, a livello nazionale o internazionale, o altri eventi che abbiano effetti sostanzialmente pregiudizievoli sull'Offerta o sulla situazione finanziaria, patrimoniale o reddituale di Rai Way





Eventi recenti

Offerta pubblica di acquisto e scambio volontaria su Rai Way (segue)

- Motivazioni economiche e finanziarie per El Towers:

- Creazione di un operatore unico delle torri broadcasting

- » L'Italia è l'unico paese tra quelli europei più industrializzati ad avere un'infrastruttura nazionale doppia (es. Regno Unito, Francia e Spagna hanno già un'infrastruttura unica controllata da soggetti privati)

- Creazione di un operatore più efficiente

- » Progressiva semplificazione infrastrutturale
 - » Approccio più efficiente alla dimensione tecnologica
 - » Benefici dal punto di vista dell'impatto ambientale e paesaggistico per alcune zone periferiche, grazie all'unificazione dell'infrastruttura

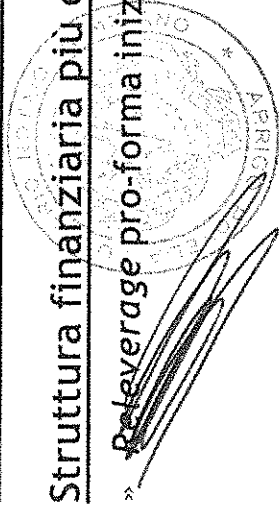
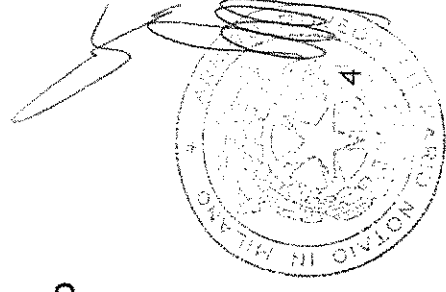
- Vantaggi e opportunità per i clienti

- » Un portafoglio torri più ampio incrementerà notevolmente il valore del servizio offerto

- Stimolo di un processo di consolidamento del mercato

- Struttura finanziaria più efficiente per El Towers in seguito all'operazione

- » ~~De~~leverage pro-forma iniziale pari a circa 5 volte il rapporto tra Debito Netto/EBITDA



Numero, categoria, prezzo di emissione e godimento azioni di nuova emissione*

- Massimo 8.160.00 azioni ordinarie di nuova emissione.

Per ciascuna azione Rai Way portata in adesione il corrispettivo sarà pari a:

- €3,13
- 0,03 azioni di El Towers

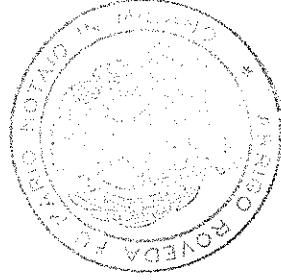
- Qualora l'Assemblea Straordinaria di Rai Way deliberi la distribuzione dei dividendi e il pagamento avvenga prima del termine del Periodo di Adesione, il corrispettivo verrà ridotto

* Paragrafo 2 Relazione Amministratori

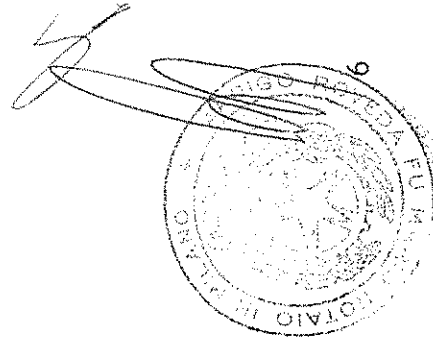


Criteri per la determinazione del numero massimo di azioni ordinarie di EIT e di Rai Way*

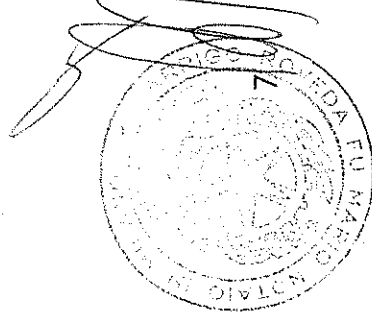
- Valutazione azioni di EIT Towers:
 - Metodologia principale:
 - » Valori di Borsa
 - Metodologie di controllo:
 - » Flussi di cassa operativi scontati (DCF)
 - » Multipli operazioni precedenti
- Valutazione azioni di Rai Way:
 - Metodologia principale:
 - » Flussi di cassa operativi scontati (DCF)
 - Metodologie di controllo:
 - » Multipli di mercato
 - » Multipli di operazioni precedenti
 - » Premi delle OPA precedenti e operazioni di acquisto di controllo
 - » Analisi prezzi obiettivo



* Paragrafo 3 Relazione Amministratori



- **Paragrafo 8 Relazione Amministratori:**
 - diluizione massima degli attuali azionisti: 22,4%
- **Documentazione a supporto:**
 - Parere di congruità sul prezzo di emissione delle azioni di El Towers S.p.A. di nuova emissione (art. 2441, c. 6 Codice Civile; art. 158 TUF) espressa da Deloitte & Touche S.p.A.
 - Relazione predisposta dall'esperto indipendente Prof. Mauro Bini (art. 2440, c. 2, 2343 ter Codice Civile)
 - Attestazione del Collegio Sindacale che il capitale sociale di €2.826.237,70 è interamente sottoscritto, versato ed esistente



STATUTO

DENOMINAZIONE

Articolo 1)

E' costituita una Società per azioni denominata:

"El Towers S.p.A."

ovvero in forma abbreviata "EIT S.p.A."

SEDE

Articolo 2)

La Società ha sede in Lissone.

La Società potrà istituire e sopprimere sedi secondarie, filiali, succursali, uffici, agenzie e rappresentanze, nonché uffici tecnici e di servizio, sia in Italia che all'estero.

DURATA DELLA SOCIETA'

Articolo 3)

La durata della Società è stabilita sino al 31 Dicembre 2050 e potrà essere prorogata nei modi previsti dalla legge.

OGGETTO

Articolo 4)

La Società ha per oggetto l'esercizio, in via diretta e attraverso società e/o enti di partecipazione, delle attività di:

1. progettazione, costruzione e/o gestione di reti e infrastrutture per le telecomunicazioni; l'offerta di servizi e sistemi chiavi in mano per il "broadcast" televisivo, le telecomunicazioni, il settore multimediale, l'Information Communication Technology (ICT) e l'automazione; le attività di servizi e consulenza nelle telecomunicazioni e nel multimediale;

2. progettazione, costruzione, commercializzazione e ricondizionamento degli apparati per le telecomunicazioni, il settore multimediale, l'Information Communication Technology (ICT) e l'automazione.

La Società potrà altresì svolgere, in nome e/o per conto proprio o su commessa di terzi, le attività di acquisto di materie prime, di semilavorati e di prodotti necessari per lo svolgimento dell'attività di cui al precedente comma.

Il tutto nel pieno rispetto della normativa vigente e quindi con l'esclusione di ogni attività professionale riservata.

Per il conseguimento e nell'ambito di tali finalità la società potrà:

- assumere, in via prevalente e non nei confronti del pubblico, partecipazioni ed interessenze in società ed imprese di ogni tipo e forma;
- provvedere al finanziamento delle società ed enti di partecipazione ed al coordinamento tecnico, commerciale, finanziario ed amministrativo delle loro attività;
- compiere, in via prevalente e non nei confronti del pubblico, nell'interesse proprio e delle società ed enti di partecipazione, qualsiasi operazione mobiliare, immobiliare, finanziaria, commerciale, compresa l'assunzione di mutui e finanziamenti e la prestazione, anche a favore di terzi, di avalli, fidejussioni e altre garanzie, reali comprese.

CAPITALE SOCIALE - FINANZIAMENTI SOCI

Articolo 5)

A) Il capitale sociale è fissato in Euro 2.826.237,70 (duemilionioottocentoventiseimiladuecentotrentasette virgola settanta) suddiviso in numero 28.262.377 (ventottomilioniduecentosessantaduemilatrecentosettantasette) azioni ordinarie da nominali 10 (dieci) centesimi di Euro cadauna.

B) L'assemblea straordinaria del 27 marzo 2015 ha deliberato di approvare un aumento di capitale sociale scindibile, a pagamento, per un importo complessivo massimo di Euro 373.972.800,00 (comprensivo del sovrapprezzo), da eseguirsi in una o più volte, anche in più *tranche*, entro il 31 dicembre 2015, mediante emissione di n. 8.160.000 azioni ordinarie dal valore nominale di Euro 0,10 cadauna, godimento regolare, con esclusione del diritto di opzione, ai sensi dell'art. 2441 comma 4, primo periodo, del cod. civ., da liberarsi mediante conferimento in natura delle azioni ordinarie Rai Way S.p.A. eventualmente portate in adesione all'offerta pubblica di acquisto e scambio promossa dalla Società in data 24 febbraio 2015, avente ad oggetto la totalità delle azioni ordinarie Rai Way S.p.A., per un corrispettivo per ciascuna azione ordinaria di Rai Way S.p.A. portata in adesione all'offerta pari a (i) Euro 3,13 e (ii) n. 0,03 azioni ordinarie El Towers S.p.A. di nuova emissione.

C) In caso di aumento a pagamento del capitale sociale, il diritto d'opzione può essere escluso con deliberazione

dell'assemblea o, nel caso in cui sia stato a ciò delegato, del Consiglio di Amministrazione, nei limiti e con le modalità previsti dall'art. 2441 c.c., quarto comma, secondo periodo del codice civile.

D) Le azioni sono nominative, indivisibili ed ogni azione dà diritto ad un voto.

E) La società avrà la facoltà di emettere azioni di categorie diverse (quali, a titolo esemplificativo, azioni correlate, azioni privilegiate, azioni di risparmio, etc.) nonché obbligazioni, anche convertibili o "cum warrant", "warrants" a norma di legge e con le modalità di legge.

F) I versamenti relativi alla liberazione delle azioni saranno richiesti dall'organo amministrativo nei termini e nei modi che reputerà convenienti, nel rispetto della vigente normativa.

G) L'assemblea straordinaria può deliberare l'assegnazione di utili ai prestatori di lavoro dipendenti della società o di società controllate, mediante emissione di speciali categorie di azioni nei limiti e con le modalità previste dall'art. 2349 del cod. civ.

TRASFERIMENTO DELLE AZIONI

Articolo 6)

Le azioni sono liberamente trasferibili per atto fra vivi e per successione a causa di morte in conformità alla vigente normativa.

OBBLIGAZIONI

Articolo 7)

La Società potrà emettere obbligazioni anche convertibili, sia nominative che al portatore, anche con garanzia ipotecaria.

ASSEMBLEE - DISPOSIZIONI GENERALI

Articolo 8)

A) Le Assemblee sociali rappresentano l'universalità dei soci e le loro deliberazioni, assunte in conformità della legge e del presente statuto, vincolano tutti i soci ancorché non intervenuti o dissenzienti.

B) Le eventuali impugnazioni avverso le deliberazioni Assembleari dovranno essere assunte entro i termini e con le modalità di legge.

MODALITÀ' DI CONVOCAZIONE DELLE ASSEMBLEE

Articolo 9)

A) Fermi i poteri di convocazione previsti da specifiche disposizioni di legge, le assemblee sociali sono convocate dall'organo amministrativo, sia presso la sede sociale sia in altro luogo purché nell'Unione Europea, ogni qual volta si renda opportuno e nei casi previsti dalla legge.

B) Le assemblee, tanto ordinarie che straordinarie, sono convocate mediante avviso da pubblicarsi nei termini di legge sul sito internet della società, nonché con le altre modalità previste dalla normativa applicabile.

C) Nell'avviso dovranno essere indicati tutti gli elementi previsti dalla legge.

D) Nell'avviso di convocazione può essere indicata un'unica convocazione oppure possono essere previste la prima, la seconda e, limitatamente all'assemblea straordinaria, la terza convocazione.

E) Ove la normativa vigente prescriva la pubblicazione su quotidiano, l'avviso di convocazione è pubblicato su uno dei seguenti quotidiani: "Corriere della Sera" o "Il Sole 24 Ore" o "Milano Finanza" ovvero sulla Gazzetta Ufficiale della Repubblica Italiana.

F) In caso di redazione del bilancio consolidato o quando lo richiedano particolari esigenze relative alla struttura o all'oggetto della società, l'assemblea ordinaria per l'approvazione del bilancio può essere convocata anche oltre i 120 giorni dalla chiusura dell'esercizio sociale, ma comunque non oltre i 180 giorni dalla chiusura dell'esercizio sociale medesimo, fermo restando quanto previsto al successivo Articolo 22.

DIRITTO D'INTERVENTO IN ASSEMBLEA

Articolo 10)

A) L'intervento in assemblea è regolato dalle disposizioni vigenti e dal presente statuto.

Possono intervenire all'assemblea coloro ai quali spetta il diritto di voto e per i quali gli intermediari abbiano effettuato le comunicazioni nei termini e nei modi previsti dalla legge e dai regolamenti applicabili.

B) Coloro ai quali spetta il diritto di voto possono farsi rappresentare in assemblea, secondo le modalità previste dalla normativa applicabile.

La delega può essere notificata alla Società, con le modalità indicate nell'avviso di convocazione, anche mediante messaggio di posta elettronica inviato all'indirizzo indicato nell'avviso stesso entro l'inizio dei lavori assembleari.

C) La società non designa il soggetto al quale conferire deleghe assembleari, di cui all'art. 135-undecies D. Lgs. 24 febbraio 1998 n. 58.

MODALITÀ DI SVOLGIMENTO DELLE ASSEMBLEE

Articolo 11)

- A) Le Assemblies sono presiedute dal Presidente del Consiglio di Amministrazione, ovvero, in caso di sua assenza od impedimento, dal Vice Presidente, se nominato, ovvero, in caso di sua assenza od impedimento, da altra persona eletta dall'Assemblea a maggioranza dei presenti secondo il numero di voti a ciascuno spettante.
- B) Il presidente dell'Assemblea è assistito nella redazione del verbale, qualora non sia affidata a un notaio nei casi di legge e quando lo ritenga opportuno, da un segretario, socio o non socio. Ove necessario l'Assemblea su proposta del Presidente può nominare anche uno o più scrutatori.
- C) Le Assemblies sono ordinarie e straordinarie ai sensi di legge.
- D) Lo svolgimento delle Assemblies dei soci è disciplinato dal Regolamento Assembleare approvato dall'Assemblea ordinaria.
- E) Le deliberazioni dell'Assemblea devono constare da verbale, redatto secondo le modalità indicate dalla legge, che viene firmato dal Presidente della riunione e dal Segretario o dal Notaio.
- F) L'attribuzione all'organo amministrativo della competenza a deliberare su materie che per legge spettano all'Assemblea straordinaria, di cui all'articolo 15 del presente statuto, non fa venire meno la competenza dell'Assemblea, che mantiene il potere di deliberare in materia.

QUORUM COSTITUTIVI E DELIBERATIVI DELL'ASSEMBLEA ORDINARIA E STRAORDINARIA

Articolo 12)

- A) La validità della costituzione delle assemblee e delle loro deliberazioni è regolata dalla legge.
- B) In particolare, in caso di convocazione unica si applicano le maggioranze di cui all'art. 2369, primo comma, cod. civ., secondo periodo.
- C) L'applicazione dell'esenzione, prevista dalla normativa vigente, dall'obbligo di promuovere un'offerta pubblica di acquisto e/o scambio conseguente a operazioni di fusione o scissione sarà preclusa solo qualora la maggioranza dei soci contrari alla relativa deliberazione assembleare - determinata in base a quanto indicato dalla normativa applicabile - rappresenti almeno il 7,5% del capitale sociale con diritto di voto.

CONSIGLIO D'AMMINISTRAZIONE DELLA SOCIETÀ'

Articolo 13)

- A) La società è amministrata da un Consiglio di Amministrazione composto da un minimo di 5 (cinque) ad un massimo di 21 (ventuno) membri, soci o non soci, i quali restano in carica per un periodo, determinato dall'assemblea, non superiore a 3 (tre) esercizi e sono rieleggibili.
- B) L'assemblea all'atto della nomina del Consiglio di Amministrazione, da effettuarsi con le modalità di cui alla lett. F) del presente articolo, ne determina il numero dei membri entro i limiti suddetti. Il numero degli amministratori può essere aumentato con deliberazione dell'assemblea, nel rispetto del limite massimo sopra indicato, anche nel corso della durata in carica del Consiglio di Amministrazione; gli amministratori in tale sede nominati scadono insieme con quelli in carica all'atto della loro nomina.
- C) Gli amministratori sono domiciliati per la carica presso la sede sociale.
- D) Il Consiglio di Amministrazione, qualora non vi abbia provveduto l'Assemblea, elegge fra i suoi membri il presidente del Consiglio di Amministrazione.
- E) Agli amministratori spetta il rimborso delle spese sostenute per ragioni del loro ufficio.
- L'assemblea può assegnare agli amministratori un compenso annuale in misura fissa, ovvero un compenso proporzionale agli utili netti di esercizio, nonché determinare un'indennità per la cessazione dalla carica e deliberare l'accantonamento per il relativo fondo di quiescenza con modalità stabilite con decisione dei soci anche mediante stipula di polizza assicurativa.
- Ove sia fissato un compenso complessivo, lo stesso sarà ripartito fra gli aventi diritto nelle proporzioni che saranno stabilite dal Consiglio di Amministrazione.
- Il compenso del presidente del Consiglio di Amministrazione, dei componenti del comitato esecutivo o dei consiglieri delegati, se nominati, è stabilito dal Consiglio di Amministrazione - sentito il parere del Collegio Sindacale - salva la facoltà dell'assemblea di determinare un importo complessivo per la remunerazione di tutti gli amministratori, inclusi quelli investiti di particolari cariche.
- F) Gli amministratori sono nominati dall'assemblea sulla base di liste, nelle quali i candidati dovranno essere elencati mediante un numero progressivo, presentate dagli azionisti, che rappresentino, da soli o insieme ad altri azionisti, almeno il 2,5% (due virgola cinque per cento) delle azioni aventi diritto al voto nell'assemblea ordinaria ovvero rappresentanti la minor percentuale eventualmente stabilita da inderogabili disposizioni di legge o regolamentari.

Ogni candidato potrà presentarsi in una sola lista a pena di ineleggibilità.

Ogni socio non può presentare o concorrere a presentare, né votare più di una lista, anche se per interposta persona o per il tramite di società fiduciarie. I soci appartenenti al medesimo gruppo - per esso intendendosi il controllante, le società controllate e le società sottoposte a comune controllo - e i soci che aderiscono a un patto parasociale ai sensi dell'articolo 122 D. Lgs. N. 58/1998 avente ad oggetto azioni della società non possono

presentare o concorrere a presentare, né votare più di una lista, anche se per interposta persona o per il tramite di società fiduciarie.

Le liste sottoscritte da coloro che le presentano, accompagnate dal curriculum vitae riguardante le caratteristiche personali e professionali dei candidati, con l'attestazione dell'eventuale idoneità a qualificarsi come indipendenti, dovranno essere depositate presso la sede legale della società, secondo le modalità previste dalla normativa vigente, entro il venticinquesimo giorno prima di quello fissato per l'assemblea in prima convocazione o, in unica convocazione, ovvero nei termini previsti dalla normativa vigente in caso di convocazioni successive alla prima.

La titolarità della quota minima di partecipazione, richiesta per la presentazione delle liste, è determinata avendo riguardo alle azioni che risultano registrate a favore del socio nel giorno in cui le liste sono depositate presso la società.

Al fine di comprovare la titolarità del numero delle azioni necessario alla presentazione delle liste da parte degli azionisti, la relativa certificazione dovrà essere prodotta, al più tardi entro il termine previsto dalla normativa vigente per la pubblicazione delle liste medesime da parte dell'emittente.

Ferma restando la facoltà di produrre la certificazione comprovante la titolarità della partecipazione nel termine previsto nel precedente capoverso, all'atto della presentazione della lista devono essere fornite le informazioni relative all'identità dei soci che hanno presentato la lista, con indicazione della percentuale di partecipazione complessivamente detenuta.

I soci diversi da quelli che detengono, anche congiuntamente, una partecipazione di controllo o di maggioranza relativa devono, inoltre, presentare una dichiarazione attestante l'assenza di rapporti di collegamento previsti dalle norme di legge con questi ultimi.

Unitamente a ciascuna lista, entro il termine indicato per il deposito della medesima, dovranno depositarsi le dichiarazioni con le quali i singoli candidati accettano la propria candidatura e attestano, sotto la propria responsabilità, l'inesistenza di cause di ineleggibilità e di incompatibilità previste dalla legge, nonché l'esistenza dei requisiti eventualmente prescritti dalle norme di legge e di regolamento per i membri del Consiglio di Amministrazione.

Ciascuna lista contenente un numero di candidati pari o superiore a tre dovrà indicare candidati di genere diverso secondo quanto indicato nell'avviso di convocazione dell'assemblea ai fini del rispetto delle norme di legge in materia di equilibrio tra generi.

La lista per la cui presentazione non siano state osservate le previsioni del presente articolo è considerata come non presentata.

Le liste saranno rese pubbliche mediante deposito presso la sede sociale e con le altre modalità previste dalla normativa vigente, nei termini previsti dalla stessa.

Alla elezione degli amministratori si procederà come segue:

i) dalla lista che avrà ottenuto la maggioranza dei voti espressi dai soci saranno tratti, nell'ordine progressivo con il quale sono elencati nella lista stessa, gli amministratori pari al numero dei componenti il Consiglio di Amministrazione meno uno;

ii) il restante amministratore sarà tratto dalla seconda lista che non sia collegata in alcun modo, neppure indirettamente né con la lista di cui alla precedente lettera i), né con i soci che hanno presentato o votato la lista di cui alla precedente lettera i), e che abbia ottenuto il secondo maggior numero di voti espressi dagli azionisti.

Qualora con i candidati eletti con le modalità sopra indicate non sia conseguita la nomina di un numero di amministratori in possesso dei requisiti di indipendenza stabiliti dalle norme di legge e di regolamento pari al numero minimo stabilito dalle norme di legge e di regolamento in relazione al numero complessivo degli amministratori, il candidato non indipendente eletto come ultimo in ordine progressivo nella lista che ha riportato il maggior numero di voti, di cui alla lettera i) del comma che precede, sarà sostituito dal primo candidato indipendente secondo l'ordine progressivo non eletto della stessa lista, ovvero, in difetto, dal primo candidato indipendente secondo l'ordine progressivo non eletto delle altre liste, secondo il numero di voti da ciascuna ottenuto. A tale procedura di sostituzione si farà luogo sino a che il Consiglio di Amministrazione risulti composto da un numero di componenti in possesso dei requisiti di indipendenza stabiliti dalle norme di legge e di regolamento pari almeno al minimo prescritto.

Qualora ad esito delle votazioni, il Consiglio non risulti composto dal numero minimo di amministratori del genere meno rappresentato stabilito dalle norme di legge, il candidato del genere più rappresentato eletto come ultimo in ordine progressivo nella lista che avrà ottenuto la maggioranza dei voti, sarà sostituito dal primo candidato in ordine progressivo della stessa lista appartenente al genere meno rappresentato non eletto ai sensi dei precedenti paragrafi; qualora in tal modo non sia raggiunto il numero minimo di legge di amministratori del genere meno rappresentato, la predetta sostituzione opera anche per i candidati della lista di minoranza (sempreché recante un numero di candidati pari o superiore a tre).

Qualora infine le suddette procedure non assicurino la nomina di un numero di amministratori, in possesso dei requisiti di indipendenza e/o del genere meno rappresentato pari al numero minimo stabilito dalle norme di legge e di regolamento, la sostituzione avverrà con delibera assunta dall'assemblea a maggioranza relativa, previa presentazione di candidature di soggetti in possesso dei necessari requisiti.

Nel caso in cui venga presentata un'unica lista, tutti gli amministratori da eleggere saranno tratti dalla lista medesima in ordine progressivo, fino a concorrenza del numero fissato dall'Assemblea, fermo restando il rispetto dei requisiti stabiliti dalle norme di legge e di regolamento e dallo statuto in materia di composizione del consiglio di amministrazione e, in particolare, in materia di equilibrio tra generi.

Nel caso in cui non venga presentata alcuna lista, l'assemblea delibera con le maggioranze di legge, senza

osservare il procedimento sopra previsto, in modo da assicurare comunque il rispetto dei requisiti stabiliti dalle norme di legge e di regolamento e dallo statuto in materia di composizione del consiglio di amministrazione e, in particolare, in materia di equilibrio tra generi.

Sono comunque salve diverse ed ulteriori disposizioni previste da inderogabili norme di legge o regolamentari.

Qualora nel corso dell'esercizio vengano a mancare uno o più amministratori, nominati sulla base del voto di lista, si procederà alla loro sostituzione nell'ambito degli appartenenti alla medesima lista dell'amministratore da sostituire ovvero qualora non residuino nella predetta lista candidati non eletti in precedenza ovvero candidati con i requisiti richiesti, il Consiglio di Amministrazione provvede alla sostituzione ai sensi dell'art. 2386 c.c., così come successivamente provvede l'assemblea, con le maggioranze di legge senza voto di lista. In ogni caso il Consiglio e l'assemblea procederanno alla nomina in modo da assicurare comunque il rispetto dei requisiti stabiliti dalle norme di legge e di regolamento e dallo statuto in materia di composizione del consiglio di amministrazione e, in particolare, in materia di equilibrio tra generi.

RIUNIONI DEL CONSIGLIO D'AMMINISTRAZIONE DELLA SOCIETÀ - MODALITÀ DI CONVOCAZIONE

Articolo 14)

A) Il Consiglio di Amministrazione si riunirà in Italia o all'estero, purché all'interno dell'Unione Europea, almeno ogni tre mesi, nonché tutte le volte che il Presidente lo riterrà opportuno.

B) Nell'avviso di convocazione da inviarsi, a mezzo lettera raccomandata anche a mano, fax, telegramma, e-mail almeno tre giorni prima di quello fissato per la riunione dovrà essere indicato il luogo e l'ora dell'adunanza nonché le materie poste all'ordine del giorno.

In caso d'urgenza, l'avviso di convocazione potrà essere trasmesso almeno 1 (uno) giorno prima della data fissata per la riunione.

Le adunanze del consiglio e le sue deliberazioni sono valide, anche senza convocazione formale, quando intervengono tutti i consiglieri in carica ed i sindaci effettivi se nominati.

C) Si considereranno valide le riunioni del Consiglio di Amministrazione tenutesi mediante teleconferenza o videoconferenza o altri mezzi telematici, se ed in quanto i partecipanti siano identificabili e siano effettivamente in grado di seguire la riunione e di partecipare alla discussione. Soddisfatte tali condizioni, la riunione del Consiglio di Amministrazione si considererà tenuta nel luogo ove si trovano il Presidente ed il Segretario, in modo da consentire la predisposizione e la sottoscrizione dei verbali della riunione nel relativo libro sociale.

D) I verbali delle riunioni del Consiglio di Amministrazione sono redatti e sottoscritti dal Presidente della riunione e dal Segretario e vengono trascritti sul libro prescritto dalla legge. Il Segretario della riunione è nominato dal Consiglio di Amministrazione, anche al di fuori dei Consiglieri.

E) Le riunioni del Consiglio di Amministrazione sono presiedute dal Presidente o, in caso di sua assenza o impedimento, dal Vice Presidente o da un Consigliere nominato dai presenti.

COMPETENZE DEL CONSIGLIO D'AMMINISTRAZIONE DELLA SOCIETÀ - QUORUM DELIBERATIVO

Articolo 15)

A) Il Consiglio di Amministrazione è nei limiti dell'oggetto sociale, investito di tutti i poteri di ordinaria e straordinaria amministrazione.

Il Consiglio di Amministrazione potrà altresì deliberare l'istituzione o la soppressione di sedi secondarie, la riduzione del capitale sociale in caso di recesso del socio, gli adeguamenti dello statuto a disposizioni normative, il trasferimento della sede sociale nel territorio nazionale, le deliberazioni di cui agli articoli 2505 e 2505 bis del cod. civ., anche quale richiamato per la scissione dall'articolo 2506 ter del cod. civ., nel rispetto dei limiti di legge.

B) Il Consiglio di Amministrazione può delegare le proprie attribuzioni, con esclusione delle attribuzioni non delegabili ai sensi di legge, ad un comitato esecutivo composto di alcuni dei suoi membri o ad uno o più dei suoi membri (amministratore/i delegato/i), nominare uno o più direttori generali, scelti anche tra i componenti del Consiglio di Amministrazione, determinandone i poteri, inclusa la facoltà di nominare procuratori e conferire mandati. Il Consiglio può attribuire la carica di direttore generale all'amministratore delegato o a ciascuno degli amministratori delegati.

Gli organi delegati riferiscono al Consiglio di Amministrazione e al Collegio Sindacale, di norma in occasione delle riunioni del Consiglio e comunque con periodicità almeno trimestrale, sul generale andamento della gestione e sulla sua prevedibile evoluzione nonché sulle operazioni di maggior rilievo, per le loro dimensioni o caratteristiche, effettuate dalla società e dalle sue controllate.

Nel caso di costituzione di un comitato esecutivo, per la validità delle deliberazioni del medesimo sarà necessaria la presenza della maggioranza dei suoi membri e le deliberazioni saranno prese a maggioranza assoluta dei presenti.

Il Consiglio di Amministrazione può altresì costituire uno o più comitati e/o commissioni, di natura esclusivamente consultiva e/o propositiva, anche allo scopo di conformare il sistema di governo societario al modello previsto dal codice di autodisciplina delle società quotate. Il Consiglio di Amministrazione determina all'atto della costituzione di ciascun comitato e/o commissione il numero dei membri ed i compiti ad essi attribuiti.

C) Qualora venga meno per qualsiasi causa il Presidente nominato dall'assemblea, il Consiglio di Amministrazione sceglie e nomina tra i propri membri un Presidente, al quale spetta la rappresentanza della Società.

D) Al Consiglio di Amministrazione spetta, inoltre, il potere di eleggere uno o più vice presidenti, di nominare e

revocare uno o più amministratori delegati ed i procuratori.

E) La carica di presidente è cumulabile con quella di amministratore delegato.

F) Per la validità della costituzione e delle deliberazioni delle riunioni del Consiglio di Amministrazione si applica l'articolo 2388 del cod. civ.

G) Il Consiglio di Amministrazione, anche attraverso il presidente o gli amministratori delegati, riferisce tempestivamente e con periodicità almeno trimestrale al Collegio Sindacale sull'attività svolta e sulle operazioni di maggior rilievo economico, finanziario e patrimoniale effettuate dalla società o dalle società controllate; in particolare riferisce sulle operazioni nelle quali gli amministratori abbiano un interesse, per conto proprio o di terzi, o che siano influenzate dal soggetto che esercita l'attività di direzione e coordinamento. Tale informativa viene effettuata in occasione delle riunioni consiliari ovvero, quando particolari circostanze lo facciano ritenere opportuno, mediante nota scritta indirizzata al presidente del Collegio Sindacale.

H) Il Consiglio di Amministrazione, e i suoi eventuali organi delegati, senza necessità di autorizzazione dell'assemblea, hanno facoltà di:

a) compiere atti o operazioni che possono contrastare il conseguimento degli obiettivi di un'offerta pubblica di acquisto o di scambio, dalla comunicazione di cui all'articolo 102, comma 1 del D. Lgs. n. 58/1998 e fino alla chiusura dell'offerta ovvero fino a quando l'offerta stessa non decada;

b) attuare decisioni prese prima dell'inizio del periodo sopra indicato alla lettera a), che non siano ancora state attuate in tutto o in parte, che non rientrino nel corso normale delle attività della società e la cui attuazione possa contrastare il conseguimento degli obiettivi dell'offerta.

RAPPRESENTANZA LEGALE

Articolo 16)

La rappresentanza legale e la firma sociale della Società spettano al Presidente e, in caso di sua assenza o impedimento, al/ai Vice Presidente/i, in via disgiunta tra loro, se nominato/i; spettano altresì, nei limiti dei poteri loro conferiti, all'Amministratore Delegato/i, in via disgiunta tra loro, nonché agli altri Amministratori che abbiano ricevuto delega di poteri dal Consiglio.

OPERAZIONI CON PARTI CORRELATE

Articolo 17)

A) Ai fini di quanto previsto nel presente articolo, per la disciplina delle operazioni con parti correlate si fa riferimento alla procedura per le operazioni con parti correlate adottata e pubblicata dalla Società sul proprio sito internet (la "Procedura") ed alla normativa pro tempore vigente in materia.

B) Le operazioni di maggiore rilevanza con parti correlate di competenza dell'Assemblea, ovvero che debbano essere da questa autorizzate, sottoposte all'Assemblea in presenza di un parere contrario del comitato degli amministratori indipendenti, o comunque senza tenere conto dei rilievi formulati da tale comitato, sono deliberate con le maggioranze di legge, fermo restando che il compimento dell'operazione è impedito qualora la maggioranza dei soci non correlati votanti esprima voto contrario all'operazione. Come previsto dalla Procedura, il compimento dell'operazione è impedito solamente qualora i soci non correlati presenti in assemblea rappresentino almeno il 10% (dieci per cento) del capitale sociale con diritto di voto.

C) Le operazioni di maggiore rilevanza con parti correlate di competenza del Consiglio di Amministrazione possono essere approvate dal Consiglio in presenza di un parere contrario del comitato degli amministratori indipendenti, o comunque senza tenere conto dei rilievi formulati da tale comitato, a condizione che il compimento dell'operazione sia sottoposto all'autorizzazione dell'assemblea ordinaria della Società. In tal caso si applica quanto previsto dal precedente paragrafo B).

D) Le operazioni con parti correlate, che non siano di competenza dell'assemblea e che non debbano essere da questa autorizzate, in caso d'urgenza, sono concluse applicando le specifiche regole stabilite dalla Procedura.

COLLEGIO SINDACALE

Articolo 18)

A) Il controllo della società è affidato ad un Collegio Sindacale composto da 3 (tre) membri effettivi e da 3 (tre) membri supplenti.

B) I sindaci sono nominati dall'assemblea, durano in carica tre esercizi e sono rieleggibili. L'assemblea determina il compenso spettante ai Sindaci, oltre al rimborso delle spese sostenute per l'espletamento dell'incarico.

Tutti i sindaci devono essere iscritti nell'apposito registro istituito ai sensi di legge ed avere esercitato l'attività di revisione legale dei conti per un periodo non inferiore a tre anni.

I sindaci devono, inoltre, possedere i requisiti di cui alle previsioni di legge e regolamentari vigenti ed il Consiglio di Amministrazione ne accerta la sussistenza.

C) La nomina dei membri del Collegio Sindacale avviene in conformità a quanto disposto dal paragrafo D) che segue al fine di assicurare alla minoranza la nomina di un sindaco effettivo e di un sindaco supplente.

D) A tal fine vengono presentate liste composte di due sezioni: l'una per la nomina dei sindaci effettivi l'altra per la nomina dei sindaci supplenti.

Le liste devono contenere l'indicazione di un numero minimo di candidati pari al numero di candidati da eleggere

elencati mediante un numero progressivo.

Le liste, nella sezione dei sindaci effettivi e in quella dei sindaci supplenti, devono includere ai primi due posti candidati di genere diverso.

Ogni candidato potrà presentarsi in una sola lista a pena di ineleggibilità.

Hanno diritto di presentare una lista gli azionisti che rappresentino, da soli o insieme ad altri azionisti, almeno il 2,5 % (due virgola cinque per cento) delle azioni aventi diritto al voto nell'assemblea ordinaria ovvero rappresentanti la minor percentuale eventualmente stabilita da inderogabili disposizioni di legge o regolamentari.

Ogni socio non può presentare o concorrere a presentare, né votare più di una lista, anche se per interposta persona o per il tramite di società fiduciarie. I soci appartenenti al medesimo gruppo - per esso intendendosi il controllante, le società controllate e le società sottoposte a comune controllo - e i soci che aderiscono a un patto parasociale ai sensi dell'articolo 122 D. Lgs. N. 58/1998 avente ad oggetto azioni della società non possono presentare o concorrere a presentare, né votare più di una lista, anche se per interposta persona o per il tramite di società fiduciarie.

Le liste sottoscritte da coloro che le presentano, accompagnate da un'informativa riguardante le caratteristiche personali e professionali dei candidati, dovranno essere depositate presso la sede legale della società, secondo le modalità previste dalla normativa vigente, entro il venticinquesimo giorno prima di quello fissato per l'assemblea in prima convocazione o in unica convocazione, ovvero nei termini previsti dalla normativa vigente in caso di convocazioni successive alla prima e messe a disposizione del pubblico secondo le norme di legge pro tempore vigenti.

La titolarità della quota minima di partecipazione di cui al capoverso precedente, richiesta per la presentazione delle liste, è determinata avendo riguardo alle azioni che risultano registrate a favore del socio nel giorno in cui le liste sono depositate presso la società.

Al fine di comprovare la titolarità del numero delle azioni necessario alla presentazione delle liste da parte degli azionisti, la relativa certificazione dovrà essere prodotta, al più tardi entro il termine previsto dalla normativa vigente per la pubblicazione delle liste medesime da parte dell'emittente.

Nel caso in cui, alla data di scadenza del termine per il deposito, sia stata depositata una sola lista, ovvero soltanto liste presentate da soci tra i quali sussistano rapporti di collegamento rilevanti in base a quanto stabilito dalle vigenti norme di legge e regolamentari, possono essere presentate liste sino al termine all'uopo stabilito dalla legge o dai regolamenti, e le soglie di partecipazione previste per la presentazione delle liste sono ridotte della metà.

Ferma restando la facoltà di produrre la certificazione comprovante la titolarità della partecipazione nel termine previsto dal nono capoverso della presente lettera D), all'atto della presentazione della lista devono essere fornite le informazioni relative all'identità dei soci che hanno presentato la lista, con indicazione della percentuale di partecipazione complessivamente detenuta.

I soci diversi da quelli che detengono, anche congiuntamente, una partecipazione di controllo o di maggioranza relativa devono, inoltre, presentare una dichiarazione attestante l'assenza di rapporti di collegamento previsti dalle norme di legge con questi ultimi.

Unitamente a ciascuna lista, entro il termine indicato per il deposito della medesima, dovranno depositarsi le dichiarazioni con le quali i singoli candidati accettano la loro candidatura e attestano, sotto la loro responsabilità, l'inesistenza di cause di ineleggibilità e di incompatibilità previste dalla legge e il rispetto del limite al cumulo degli incarichi, nonché l'esistenza dei requisiti prescritti normativamente e statutariamente dalla normativa vigente per i membri del Collegio Sindacale, unitamente ad ogni altro documento richiesto dalla normativa applicabile.

La lista per la cui presentazione non siano state osservate le previsioni del presente articolo è considerata come non presentata.

Risulteranno eletti sindaci effettivi i primi due candidati, elencati in ordine progressivo, della lista che avrà ottenuto il maggior numero di voti e il primo candidato in ordine progressivo della lista che sarà risultata seconda per numero di voti.

Risulteranno eletti sindaci supplenti, i primi due candidati in ordine progressivo, tra i supplenti della lista che avrà ottenuto il maggior numero di voti e il primo candidato in ordine progressivo tra i supplenti della lista che risulterà seconda per numero di voti.

Nel caso in cui più liste abbiano ottenuto lo stesso numero di voti si procede ad una nuova votazione di ballottaggio tra tali liste nell'osservanza delle norme di legge pro tempore vigenti, anche in materia di equilibrio tra i generi, risultando eletti i candidati della lista che ottenga la maggioranza semplice dei voti.

In caso di presentazione di due o più liste, la presidenza spetta al primo candidato sindaco effettivo, elencato in ordine progressivo, della lista che avrà ottenuto il maggior numero di voti dopo la prima.

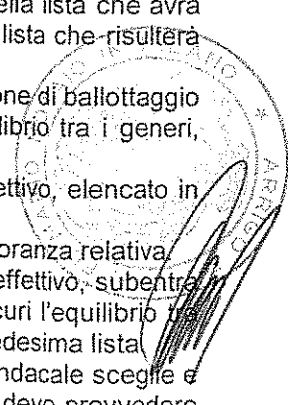
Qualora sia stata presentata una sola lista, l'assemblea esprime il proprio voto su di essa a maggioranza relativa.

In caso di morte, di rinuncia, di decadenza o comunque di cessazione dall'incarico di un sindaco effettivo, subentra il supplente eletto al primo posto della lista del sindaco sostituito, purché tale sostituzione assicuri l'equilibrio tra i generi. In caso contrario subentra il candidato sindaco supplente eletto al secondo posto della medesima lista.

Qualora sia stata presentata una sola lista, nell'ipotesi di sostituzione del presidente, il Collegio sindacale sceglie e nomina tra i propri membri il nuovo presidente che resta in carica fino alla prima assemblea che deve provvedere all'integrazione del Collegio Sindacale.

In mancanza di liste, il Collegio Sindacale e il suo presidente vengono nominati dall'assemblea che delibera con le maggioranze di legge e nel rispetto delle norme di legge anche in materia di equilibrio tra generi.

L'assemblea, che dovrà provvedere alla nomina dei sindaci necessari per l'integrazione del collegio ai sensi



dell'articolo 2401 cod. civ., dovrà scegliere, con le maggioranze di legge, tra i nominativi della lista alla quale apparteneva il sindaco cessato dall'incarico; qualora non sussistano nominativi disponibili l'assemblea provvede alla sostituzione con le maggioranze di legge. Il tutto nel rispetto delle norme sull'equilibrio tra i generi.

E) Le riunioni del Collegio Sindacale - qualora il presidente ne accerti la necessità - possono essere validamente tenute in teleconferenza, in videoconferenza o con altri mezzi telematici, a condizione che tutti i partecipanti possano essere identificati dal presidente e da tutti gli altri intervenuti, che sia loro consentito di seguire la discussione e di intervenire in tempo reale nella trattazione degli argomenti discussi, che sia loro consentito lo scambio di documenti relativi a tali argomenti e che di tutto quanto sopra venga dato atto nel relativo verbale. Verificandosi tali presupposti, la riunione del Collegio Sindacale si considera tenuta nel luogo in cui si trova il presidente.

F) I poteri e i doveri dei sindaci sono quelli stabiliti dalla legge.

REVISIONE LEGALE DEI CONTI

Articolo 19)

La revisione legale dei conti è esercitata da un soggetto avente i requisiti previsti dalla disciplina vigente.

Il conferimento e la revoca dell'incarico di revisione legale dei conti e la determinazione del relativo compenso sono di competenza dell'assemblea ordinaria su proposta motivata del Collegio Sindacale.

La durata dell'incarico, i compiti e le prerogative del soggetto cui è demandata la revisione legale dei conti sono regolati dalla legge.

DIRIGENTE PREPOSTO ALLA REDAZIONE DEI DOCUMENTI CONTABILI SOCIETARI

Articolo 20)

A) Il Consiglio di Amministrazione nomina, previo parere obbligatorio, non vincolante, del Collegio Sindacale, il dirigente preposto alla redazione dei documenti contabili societari.

B) Il Consiglio di Amministrazione conferisce al dirigente preposto alla redazione dei documenti contabili societari adeguati poteri e mezzi per l'esercizio dei compiti attribuiti a tale soggetto ai sensi delle disposizioni di legge e di regolamento di volta in volta vigenti.

C) Il preposto dovrà possedere:

- una esperienza pluriennale in ambito amministrativo, finanziario e di controllo;
- i requisiti di onorabilità previsti dalla legge per la carica di amministratore.

D) Al preposto alla redazione dei documenti contabili societari si applicano le disposizioni che regolano la responsabilità degli amministratori in relazione ai compiti loro affidati, salve le azioni esercitabili in base al rapporto di lavoro con la società.

ESERCIZIO SOCIALE

Articolo 21)

L'esercizio sociale si chiude al 31 dicembre di ogni anno.

BILANCIO DELLA SOCIETÀ

Articolo 22)

A) L'organo amministrativo redige e mette a disposizione del pubblico la Relazione finanziaria annuale a norma di legge.

RIPARTIZIONE DEGLI UTILI D'ESERCIZIO

Articolo 23)

A) Gli utili netti risultanti dal bilancio regolarmente approvato dall'Assemblea dei soci verranno così ripartiti:

1. il 5% al fondo di riserva legale fino a che questa non abbia raggiunto il quinto del capitale sociale;
2. il residuo a disposizione dell'Assemblea per la destinazione che la medesima riterrà opportuno adottare.

B) Il Consiglio di Amministrazione può deliberare la distribuzione di acconti sui dividendi nei modi e nelle forme di legge pro tempore vigenti.

C) Tutti i dividendi non riscossi entro il quinquennio sono prescritti a favore della Società.

SCIoglimento DELLA SOCIETÀ

Articolo 24)

Addivenendosi per qualsiasi motivo allo scioglimento della Società, l'Assemblea Straordinaria determinerà le modalità per la liquidazione, nominando uno o più liquidatori o stabilendone poteri e retribuzioni.

DOMICILIO DEI SOCI

Articolo 25)

A) Il domicilio degli azionisti per quel che concerne i loro rapporti con la Società si intende eletto a tutti gli effetti di legge nel luogo che risulterà dal libro soci.

RECESSO

Articolo 26)

Il diritto di recesso è disciplinato dalla normativa vigente. Il diritto di recesso è escluso in caso di proroga del termine di durata della Società.

DISPOSIZIONI FINALI

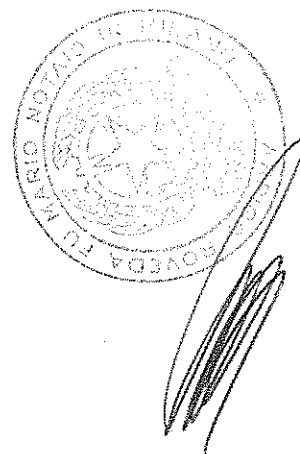
Articolo 27)

A) Le disposizioni degli articoli 13 e 18 del presente statuto volte a garantire il rispetto della normativa vigente in materia di equilibrio tra generi trovano applicazione ai primi tre rinnovi del Consiglio di Amministrazione e del Collegio Sindacale successivi al 12 agosto 2012.

B) Per tutto quanto non espressamente previsto nel presente statuto, si fa riferimento alle disposizioni normative vigenti in materia.

ALBERTO GIUSSANI

ARRIGO ROVEDA sigillo



Elenco Interventuti (Tutti ordinati cronologicamente)

Assemblea Straordinaria

Badge Titolare

Tipo Rap. Deleganti / Rappresentati legalmente

Allegato "....." €

Alla raccolta n. 16.940

Straordinaria

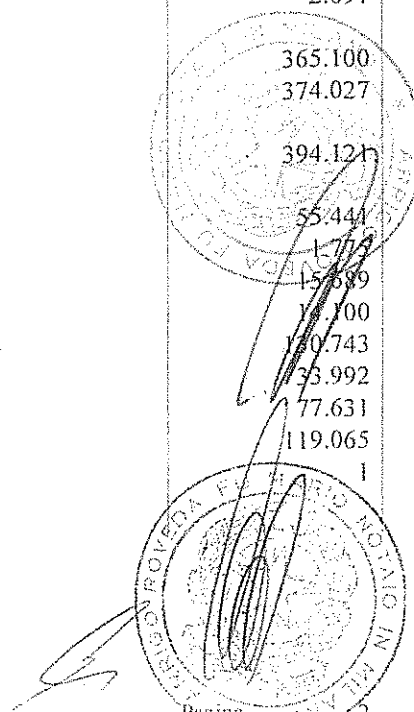
1	MARIANI FABRIZIO		0
1	D ELETTRONICA INDUSTRIALE SPA		11.305.120
	Totale azioni		11.305.120 40,000599
101	BARZAGHI ADRIANO		2.000 0,007077%
2	PREZZAVENTO GIULIA		0
1	D NMM5-WIEQ-CNS ACCOUNT		28.731
2	D THE MASTER TRUST BANK OF JAPAN LTD		63.527
3	D AMP CAPITAL GLOBAL LISTED INFRASTRUCTURE FUND		47.251
4	D VANGUARD TOTAL WORLD STOCK INDEX FUND		1.850
5	D VANGUARD FTSE ALL WORD SMALL CAP IND FUN		17.878
6	D COH STEERS COLL INVESTM TCS GL LIS IN		5.812
7	D WELLINGTON TRUST CO NA MULTI. COLLECT.		24.221
8	D SANLAM UNIVERSAL FUNDS PLC		107.935
9	D AFER ACTION PME		14.373
10	D BNP PARIBAS ACTIONS OBLIGATIONS PME		1.873
11	D CAMGESTION EURO MID CAP		39.945
12	D BNP PARIBAS SMALL CAP EUROLAND		210.548
13	D FCP AXIVA ACTION 1		20.893
14	D AXA VALEURS EURO		40.000
15	D COLISEE IFC 1 FCP		36.000
16	D AIM CRISTAL FCP		5.171
17	D FCP AIR FRANCE IFC		3.762
18	D FONDS RESERVE RETRAITES		64.720
19	D PICTET TOTAL RETURN		5.435
20	D PARVEST		269.352
21	D BNP PARIBAS B PENSION BALANCED		415.789
22	D METROPOLITAN RENTASTRO		58.269
23	D BNP PARIBAS B PENSION STABILITY		23.788
24	D AMP CAPITAL GLOBAL INFR SECUR FUND UNHED		137.208
25	D IPAC SPECIALIST INVESTMENT STRATEGIES LI		24.889
26	D WHOLESALE UNIT TRUST GL. INFASTRUCTURE F		13.116
27	D AMP CAPITAL GLOBAL LISTED INFRASTR. FD		73.787
28	D AFS GLOBAL LISTED INFRASTRUCTURE FUND 1		34.708
29	D FCP CIC EURO OPPORTUNITES		14.000
30	D JPMORGAN FUNDS EUROPEAN BANK AND BC		21.896
31	D VANGUARD INVESTMENT SERIES, PLC		2.704
32	D BUREAU OF LABOR FUNDS - LABOR RETIREMENT FUND		29.455
33	D SSFSAL ATF THE SSFS - GLOBAL LISTED INFRASTRUCTURE SECTOR TRUST		15.165
34	D VANGUARD INTERNATIONAL SMALL COMPANIES I		1.467
35	D OPTIMIX WHOLESALE GLOBAL SMALLER CO		866
36	D BLACKROCK GLOBAL SMALL CAP FUND		35.700
37	D STATE OF CALIFORNIA MASTER TRUST		3.304
38	D TEACHERS RETIREMENT SYSTEM OF OKLAHOMA		26.195
39	D WYOMING RETIREMENT SYSTEM		457
40	D JNL/BLACKROCK GLOBAL ALLOCATION FUND		81.594
41	D PUBLIC EMPLOYEES RETIREMENT SYSTEM OF OH		5.974
42	D REXAM PENSION PLAN		1.388
43	D VANGUARD TOTAL INTERNATIONAL STOCK INDEX		114.483
44	D VANGUARD INTERNATIONAL EXPLORER FUND		61.162



Elenco Intervenuti (Tutti ordinati cronologicamente)

Assemblea Straordinaria

Badge	Titolare		
	Tipo Rap.	Deleganti / Rappresentati legalmente	Straordinaria
45	D	GOVERNMENT SUPERANNUATION FUND	6.980
46	D	GOLDMAN SACHS TRUST- GOLDMAN SACHS INTER	17.162
47	D	FLEXSHARES MORNINGSTAR DEVELOPED MARKETS EX-US FACTOR TILT INDEX FUND	231
48	D	ROCHE DIAGNOSTICS CORPORATION CASH ACCUM	16.136
49	D	PEERLESS INSURANCE COMPANY	12.863
50	D	SUN LIFE SENTRY INFRASTRUCTURE FUND	40.200
51	D	SUN LIFE SENTRY GLOBAL MID CAP FUND	13.587
52	D	GOLDMAN SACHS GLOBAL SMALL COMPANIES	6.893
53	D	BROOKFIELD GLOBAL INFRASTRUCTURE SECURIT	178.575
54	D	FRANKLIN TEMPLETON INVESTMENT FUNDS	17.067
55	D	WESTMINSTER ARTEMIS GLOBAL INCOME FUND	221.249
56	D	BAYVK A3 LAZARD	41.309
57	D	BLACKROCK GLOBAL ALLOCATION FUND, INC	1.294.176
58	D	BLACKROCK GLOBAL ALLOCATION P ORTFOLIO OF BL.SERIES FUND INC	5.996
59	D	BLACKROCK GLOBAL ALL V.I. FUND OF BL VAR SERIES FUND INC	221.798
60	D	BLACKROCK GLOBAL ALLOCATION FUND (AUST)	23.014
61	D	MASSMUTUAL SELECT GLOBAL ALLOCATION FUND	15.770
62	D	TRUST AND CUSTODY SERVICES BANK LTD	107.217
63	D	ACMBERNSTEIN SICAV	8.701
64	D	SHINKO GLOBAL INFRASTRUCTURE EQUITY FUND OF SHI GLOB TRUST	33.824
65	D	AXA INVESTMENT MANAGERS PARIS	50.000
66	D	TWO SIGMA EQUITY PORTFOLIO LLC	200
67	D	ARROWSTREET GLOBAL EQUITY ALPHA EXTENSION FUND, A SUB-FUND OF ARROWSTREET US GROUP TRUST	12.775
68	D	BROOKFIELD GLOBAL LIST INFRASTRUCTURE MASTER FUND LP	28.224
69	D	ARROWSTREET GLOBAL ALPHA EXTN FUND I	7.698
70	D	ARROWSTREET CAPITAL GLOBAL EQUITY ALPHA EXTENSION FUND LIMITED	2.271
71	D	ARROWSTREET GLOBAL MINIMUM VOLATILITY FUND VI	15.064
72	D	ARROWSTREET EAFE ALPHA EXTENSION FUND II	4.876
73	D	COLONIAL FIRST STATE INVESTMENT LTD	32.792
74	D	VICTORY ALL COUNTRY EX US SMALL CAP COLLECTIVE FUND	2.691
75	D	GOVERNMENT OF NORWAY	365.100
76	D	THREADNEEDLE INVESTMENT FUNDS ICVC PAN EUROPEAN SMALLER COMPANIES FUND	374.027
77	D	THREADNEEDLE INVESTMENT FUNDS ICVC EUROPEAN SMALLER COMPANIES FUND	394.121
78	D	THREADNEEDLE (LUX	55.444
79	D	FOXHAVEN MASTER FUND LP	1.773
80	D	FOXWAY L.P.	15.889
81	D	FORWARD GLOBAL INFRASTRUCTURE FUND	16.100
82	D	FOXHAVEN MASTER FUND LP	120.743
83	D	FOXWAY LP	33.992
84	D	THE LUCERNE CAPITAL OFFSHORE FUND LTD	77.631
85	D	THE LUCERNE CAPITAL FUND, LP	119.065
86	D	MVS LUCERNE FUND, LP CO THE CORPORATION TRUST CO CORPORATION TRUST CENTER	1



Elenco Intervenuti (Tutti ordinati cronologicamente)

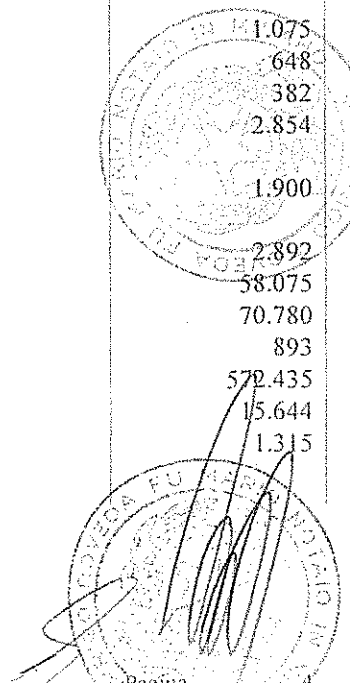
Assemblea Straordinaria

Badge	Titolare		
	Tipo Rap.	Deleganti / Rappresentati legalmente	Straordinaria
87	D	PM MANAGER FUND SPC - SEGREGATED PORTFOLIO	23.627
88	D	KORTRIGHT CAPITAL PARTNERS	163.962
89	D	LEGAL AND GENERAL ASSURANCE SOCIETY LIMITED	342
90	D	SCHWAB INTERNATIONAL SMALL-CAP EQUITY ETF	1.768
91	D	LABORERS DISTRICT COUNCIL & CONTRACTORS PENSION FUND OF OHIO	4.768
92	D	COHEN + STEERS INFRASTRUCTURE FUND, INC.	228.722
93	D	COHEN & STEERS GLOBAL INFRASTRUCTURE FUND, INC	34.766
94	D	COHEN & STEERS, INC	587
95	D	COHEN & STEERS REAL ASSETS FUND, INC	10.733
96	D	INTERNATIONAL MONETARY FUND	70
97	D	RUSSELL TRUST CO COMMINGLED EMPLOYEE BENEFIT FUNDS TRUST	7.938
98	D	ARTISAN INTERNATIONAL SMALL CAP FUND	261.691
99	D	ARTISAN GLOBAL SMALL CAP FUND	33.641
100	D	ALPINE GLOBAL DYNAMIC DIVIDEND FUND	14.000
101	D	ARROWSTREET MULTI-STRATEGY UMBRELLA PLC	27.164
102	D	FIDUCIE GLOB DES REGIMES DE RETR DE LA SOC TRANSPORT MONTREAL	22.945
103	D	CAISSE DE DEPOT ET PLACEMENT DU QUEBEC	32.563
104	D	PARAMETRIC INTERNATIONAL EQUITY FUND	915
105	D	UAW RETIREE MEDICAL BENEFITS TRUST	1.630
106	D	PARAMETRIC GLOBAL SMALL-CAP FUND	56
107	D	RUSSELL INVESTMENT COMPANY RUSSELL GLOBAL INFRASTRUCTURE FUND	34.328
108	D	THE HARTFORD INTERNATIONAL SMALL COMPANY FUND	38.130
109	D	TRANSAMERICA BLACKROCK GLOBAL ALLOCATION VP	33.871
110	D	RUSSELL GLOBAL LISTED INFRASTR FUND - (DOLLAR SIGN)A HEDGED	5.006
111	D	MARYLAND STATE RETIREMENT & PENSION SYSTEM	551
112	D	MERCER QIF CCF	74.737
113	D	SENTRY INFRASTRUCTURE FUND	244.800
114	D	SENTRY GLOBAL GROWTH AND INCOME FUND	168.000
115	D	SENTRY GLOBAL BALANCED INCOME FUND	59.900
116	D	SENTRY CORPORATE CLASS LTD.	33.111
117	D	CITY OF NEW YORK GROUP TRUST	4.344
118	D	ARDAGH GLASS, INC. RETIREMENT INCOME PLAN TRUST	6.636
119	D	SSGA SPDR ETFS EUROPE II PUBLIC LIMITED COMPANY	1.502
120	D	CALIFORNIA PUBLIC EMPLOYEES RETIREMENT SYSTEM	52.675
121	D	CALIFORNIA STATE TEACHERS RETIREMENT SYSTEM	19.220
122	D	UNIVERSITY OF WASHINGTON	2.142
123	D	VANDERBILT UNIVERSITY	23.928
124	D	VALIC COMPANY II INTERNATIONAL OPPORTUNITIES FUND	27.104
125	D	THE WELLINGTON TR CO NAT ASS MULT COMM EUROPE SMALLER CO PTF	491
126	D	THE WELLINGTON TR CO NAT ASS MULT COLLECTIVE INV F TRUST II	21.854
127	D	WASHINGTON STATE INVESTMENT BOARD	6.580
128	D	PENSIOENFONDS METAAL OFP	8.657
129	D	LAZARD EUROPEAN SMALLER COMPANIES FUND	75.051
130	D	SS BK AND TRUST COMPANY INV FUNDS FOR TAXEXEMPT RETIREMENT PL	28.757
131	D	AXA WORLD FUNDS	576.546

Elenco Intervenuti (Tutti ordinati cronologicamente)

Assemblea Straordinaria

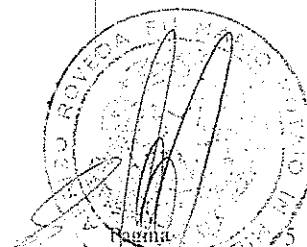
Badge	Titolare		
	Tipo Rap.	Deleganti / Rappresentati legalmente	Straordinaria
132	D	BLACKROCK STRATEGIC FUNDS	325.899
133	D	UBS ETF	1.226
134	D	ISHARES MSCI EAFE SMALL CAP ETF	24.629
135	D	ISHARES DEVELOPED SMALL-CAP EX NORTH AMERICA ETF	576
136	D	BLACKROCK INST TRUST CO NA INV FUNDSFOR EMPLOYEE BENEFIT TR	116.194
137	D	ISHARES CORE MSCI EAFE ETF	3.903
138	D	ISHARES CORE MSCI TOTAL INTERNATIONAL STOCK ETF	1.487
139	D	CONNECTICUT GENERAL LIFE INSURANCE COMPANY	72
140	D	BGI MSCI EAFE SMALL CAP EQUITY INDEX FUND B	6.016
141	D	BGI MSCI EMU IMI INDEX FUND B	33
142	D	LAZARD INTERNATIONAL SMALL CAP EQUITY PTF	15.937
143	D	IBM 401K PLUS PLAN	4.955
144	D	OREGON PUBLIC EMPLOYEES RETIREMENT SYSTEM	24.908
145	D	STATE OF ALASKA RETIREMENT AND BENEFITS PLANS	516
146	D	COLLEGE RETIREMENT EQUITIES FUND	881
147	D	CITY OF EDMONTON EQUITY UNIT TRUST	16.222
148	D	SPDR S&P INTERNATIONAL SMALL CAP ETF	17.043
149	D	SAINT-GOBAIN CORPORATION DEFINED BENEFIT MASTER TRUST	17.230
150	D	THE WELLINGTON TR CO NAT ASS MULT COMM INT SMALL CAP OPPORT	18.631
151	D	MSCI EAFE SMALL CAP PROV INDEX SEC COMMON TR F	3.317
152	D	ISHARES VII PLC	17.573
153	D	OMERS ADMINISTRATION CORPORATION	400
154	D	NTGI-QM COMMON DAILY ALL COUNWD EX-US INV MKT INDEX F NONLEND	685
155	D	LOCKHEED MARTIN CORPORATION MASTER RETIREMENT TRUST	20.185
156	D	NATIONAL COUNCIL FOR SOCIAL SECURITY FUND, P.R.C	1.481
157	D	FORD MOTOR COMPANY DEFINED BENEFIT MASTER TRUST	19
158	D	NORTHERN TRUST GLOBAL INVESTMENTS COLLECTIVE FUNDS TRUST	13.317
159	D	LOS ANGELES CITY EMPLOYEES RETIREMENT SYSTEM	1.022
160	D	CITY OF LOS ANGELES FIRE AND POLICE PENSION PLAN	2.938
161	D	UTAH STATE RETIREMENT SYSTEMS	361
162	D	FORD MOTOR COMPANY OF CANADA, LIMITED PENSION TRUST	113
163	D	CHURCH OF ENGLAND INVESTMENT FUND FOR PENSIONS	1.075
164	D	WHEELS COMMON INVESTMENT FUND	648
165	D	STICHTING PENSIOENFONDS APF	382
166	D	PUBLIC EMPLOYEES RETIREMENT ASSOCIATION OF COLORADO	2.854
167	D	MUNICIPAL EMPLOYEES' ANNUITY AND BENEFIT FUND OF CHICAGO	1.900
168	D	ABU DHABI RETIREMENT PENSIONS AND BENEFITS FUND	2.892
169	D	EURIZONCAPITAL SGR S.P.A. - EURIZON AZIONI ITALIA	58.075
170	D	EURIZONCAPITAL SGR S.P.A. - EURIZON AZIONI PMI ITALIA	70.780
171	D	MERCER OSS TRUST	893
172	D	BLACKROCK GLOBAL FUNDS	572.435
173	D	TEMPLETON EUROPE FUND	15.644
174	D	FRANKLIN TEMPLETON INTERNATIONAL TRUST-FRANKLIN WORLD PERSPECTIV	1.315



Elenco Intervenuti (Tutti ordinati cronologicamente)

Assemblea Straordinaria

Badge	Titolare				Straordinaria
	Tipo Rap.	Deleganti / Rappresentati legalmente			
175	D	SLI GLOBAL SICAV GLOBAL FOCUSEDSTRATEGIES FUND			3.840
176	D	VALERO ENERGY CORPORATION PENSION PLAN			13.698
177	D	INVESTIN PRO F.M.B.A., GLOBAL EQUITIES I			1.211
178	D	ADVANCED SERIES TRUST AST GOLDMAN SACHS MULTI ASSET PORTFOLIO			87
179	D	CHARITABLE INTERNATIONAL EQUITYFUND			1.325
180	D	VOYA MULTI-MANAGER INTERNATIONAL SMALL CAP FUND			11.876
181	D	KEY TRUST INTERNATIONAL EQUITY FUND			650
182	D	LOMBARD ODIER FUNDS			110.000
183	D	FCP PORTFOLIO MICROCAPS EUROPE			14.247
184	D	AA FORTIS ACTIONS PETIT CAP EUROPE			25.946
185	D	I.2.C. ACTIONS			32.000
186	D	RUSSELL CANADIAN EQUITY POOL			9.594
187	D	ALASKA PERMANENT FUND CORPORATION			14.210
188	D	AZL BLACKROCK GLOBAL ALLOCATIONFUND			4.569
189	D	GOTHIC HSP CORPORATION			18.768
190	D	GOTHIC CORPORATION .			51.076
191	D	BNY MELLON EMPLOYEE BENEFIT COLLECTIVE INVESTMENT FUND PLAN			81
192	D	ENSIGN PEAK ADVISORS INC.			25.606
193	D	EATON VANCE CORPORATION			146
194	D	TELUS FOREIGN EQUITY ACTIVE BETA MASTER POOL			2.233
195	D	THE DUKE ENDOWMENT			21.682
196	D	LIBERTY MUTUAL RETIREMENT PLAN MASTER TRUST			10.682
197	D	MAKENA CAPITAL HOLDINGS M L.P.			19.689
198	D	BELL ATLANTIC MASTER TRUST			34.310
199	D	EXPRESS SCRIPTS, INC. 401 (K) PLAN			163
200	D	PENSION RESERVES INVESTMENT TRUST FUND			1
201	D	INDIANA PUBLIC EMPLOYEES RETIREMENT FUND			30
202	D	RAYTHEON MASTER PENSION TRUST .			6.369
203	D	RIFL-RUSSELL GLOBAL LISTED INFRASTRUCTURE FUND			7.390
204	D	SEMPRA ENERGY PENSION MASTER TRUST			336
205	D	TRUST FUND ADVISORS INTERNATIONAL GROUP			575
206	D	TELUS FOREIGN EQUITY ACTIVE ALPHA POOL			5.111
207	D	UMC BENEFIT BOARD, INC			108
208	D	VIRGINIA RETIREMENT SYSTEM .			2.261
209	D	WELLPOINT MASTER TRUST			1
210	D	RENAISSANCE GLOBAL SMALL-CAP FUND			765
211	D	STICHTING PENSIOENFONDS HORECA & CATERING			970
212	D	MINISTER FOR FINANCE (ISIF MANAGED AND CONTROLLED BY NTMA)			1.513
213	D	CF DV ACWI EX-U.S. IMI FUND			228
214	D	GOTHIC ERP LLC			11.449
215	D	ROGERSCASEY TARGET SOLUTIONS LLC.			2.501
216	D	ULLICO DIVERSIFIED INTERNATIONAL EQUITY			5.998
217	D	ULLICO INTERNATIONAL SMALL CAP FUND			7.469
218	D	STG PFDS V.D. GRAFISCHE			2.545
Totale azioni					10.517.445 37,213590
3		ALBANO ARTURO			0
1	D	AMBER SOUTHERN EUROPEAN EQUITY LTD			641.395



Elenco Intervenuti (Tutti ordinati cronologicamente)

Assemblea Straordinaria

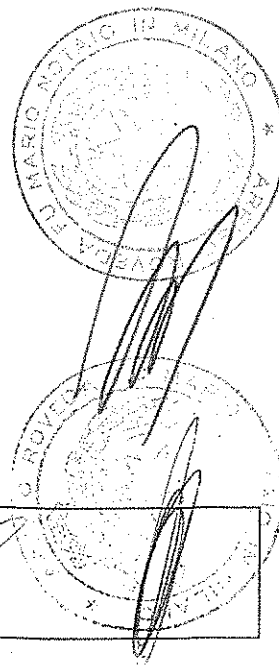
Badge	Titolare		
	Tipo Rap.	Deleganti / Rappresentati legalmente	Straordinaria

		Totale azioni	641.395 2,269430
4	MARTORELLI GIORGIO		0
I	D ALPHA UCITS SICAV		128.993
		Totale azioni	128.993 0,456412
	Totale azioni in proprio		2.000
	Totale azioni in delega		22.592.953
	Totale azioni in rappresentanza legale		0
	TOTALE AZIONI		22.594.953
			79,947108%
	Totale azionisti in proprio		1
	Totale azionisti in delega		221
	Totale azionisti in rappresentanza legale		0
	TOTALE AZIONISTI		222
	TOTALE PERSONE INTERVENUTE		5

Legenda:

D: Delegante

R: Rappresentato legalmente



Assemblea Straordinaria del 27 marzo 2015

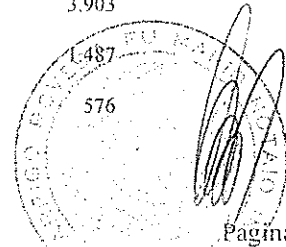
Cognome Nome/Ragione Sociale	Data Nascita	Luogo Nascita / Sede	Prov	Azioni	Perc.
AA FORTIS ACTIONS PETIT CAP EUROPE	/ /	75116 PARIS		25.946	0,091804%
ABU DHABI RETIREMENT PENSIONS AND BENEFITS FUND AGENTE:NORTHERN TRUST GLOBAL SERVICES LTD	/ /	AIRPORT ROAD		2.892	0,010233%
ACMBERNSTEIN SICAV	/ /	LUXEMBURG		8.701	0,030787%
ADVANCED SERIES TRUST AST GOLDMAN SACHS MULTI ASSET PORTFOLIO	/ /	NEW YORK NJ 07102		87	0,000308%
AFER ACTION PME AGENTE:BNP PARIBAS 2S-PARIS	/ /	PARIS		14.373	0,050856%
AFS GLOBAL LISTED INFRASTRUCTURE FUND I AGENTE:BNP SS SIDNEY BRANCH	/ /	SYDNEY		34.708	0,122806%
AIM CRISTAL FCP AGENTE:BNP PARIBAS 2S-PARIS	/ /	PARIS LA DEFENSE CEDEX		5.171	0,018296%
ALASKA PERMANENT FUND CORPORATION	/ /	JUNEAU, AK 99811 - 5500		14.210	0,050279%
ALBANO ARTURO	/ /			0	0,000000%
ALPHA UCITS SICAV	/ /	LUSSEMBURGO		128.993	0,456412%
ALPINE GLOBAL DYNAMIC DIVIDEND FUND AGENTE:STATE STREET BANK AND TRUST COMPANY	/ /	PURCHASE, NY 10577		14.000	0,049536%
AMBER SOUTHERN EUROPEAN EQUITY LTD	/ /	DUBLINO		641.395	2,269430%
AMP CAPITAL GLOBAL INFR SECUR FUND UNHED AGENTE:BNP SS SIDNEY BRANCH	/ /	SYDNEY		137.208	0,485479%
AMP CAPITAL GLOBAL LISTED INFRASTR. FD AGENTE:BNP SS SIDNEY BRANCH	/ /	WELLINGTON		73.787	0,261079%
AMP CAPITAL GLOBAL LISTED INFRASTRUCTURE FUND AGENTE:BROWN BROTHERS HA-LU	/ /	LUXEMBOURG		47.251	0,167187%
ARDAGH GLASS, INC. RETIREMENT INCOME PLAN TRUST AGENTE:STATE STREET BANK AND TRUST COMPANY	/ /	MUNCIE, IN 47302		6.636	0,023480%
ARROWSTREET CAPITAL GLOBAL EQUITY ALPHA EXTENSION FUND LIMITED RICHIEDENTE:UBS AG-LONDON BRANCH SA AG LDN CLIENT IPB CLIENT AC	/ /	GRAND CAYMAN KY1-1104		2.271	0,008035%
ARROWSTREET EAFE ALPHA EXTENSION FUND II RICHIEDENTE:UBS AG-LONDON BRANCH SA AG LDN CLIENT IPB CLIENT AC	/ /	BOSTON MA 02116		4.876	0,017253%
ARROWSTREET GLOBAL ALPHA EXTN FUND I RICHIEDENTE:UBS AG-LONDON BRANCH SA AG LDN CLIENT IPB CLIENT AC	/ /	BOSTON MA 02116		7.698	0,027238%
ARROWSTREET GLOBAL EQUITY ALPHA EXTENSION FUND, A SUB-FUND OF ARROWSTREET US GROUP TRUST AGENTE:DB AG LONDON PRIME BROKERAGE	/ /	BOSTON		12.775	0,045201%
ARROWSTREET GLOBAL MINIMUM VOLATILITY FUND VI RICHIEDENTE:UBS AG-LONDON BRANCH SA AG LDN CLIENT IPB CLIENT AC	/ /	DUBLIN, EARLSFORT CENTRE, IE		15.064	0,053301%
ARROWSTREET MULTI-STRATEGY UMBRELLA PLC AGENTE:STATE STREET BANK AND TRUST COMPANY	/ /	DUBLIN 2		27.164	0,096114%
ARTISAN GLOBAL SMALL CAP FUND AGENTE:STATE STREET BANK AND TRUST COMPANY	/ /	MILWAUKEE, WI 53202		33.641	0,119031%
ARTISAN INTERNATIONAL SMALL CAP FUND AGENTE:STATE STREET BANK AND TRUST COMPANY	/ /	MILWAUKEE WI 53202		261.691	0,925934%
AXA INVESTMENT MANAGERS PARIS	/ /	PARIS LA DEFENCE, CEDEX		50.000	0,176914%
AXA VALEURS EURO AGENTE:BNP PARIBAS 2S-PARIS	/ /	PARIS LA DEFENSE CEDEX		40.000	0,141531%
AXA WORLD FUNDS AGENTE:STATE STREET BANK AND TRUST COMPANY	/ /	LUXEMBOURG		576.546	2,039977%
AZL BLACKROCK GLOBAL ALLOCATIONFUND	/ /	MINNEAPOLIS MN 55416-1297		4.569	0,016166%
BARZAGHI ADRIANO	22/04/1953	VAPRIO D'ADDA	MI	2.000	0,007077%
BAYVK A3 LAZARD AGENTE:BP2S-FRANKFURT	/ /	FRANKFURT AM MAIN		41.309	0,146163%
BELL ATLANTIC MASTER TRUST	/ /	00000 BASKING RIDGE		34.310	0,121398%
BGI MSCI EAFE SMALL CAP EQUITY INDEX FUND B AGENTE:STATE STREET BANK AND TRUST COMPANY	/ /	SAN FRANCISCO CA 94105		6.016	0,021286%
BGI MSCI EMU IMI INDEX FUND B AGENTE:STATE STREET BANK AND TRUST COMPANY	/ /	S FRANCISCO, CA 94105		33	0,000117%
BLACKROCK GLOBAL ALL V.I. FUND OF BL VAR SERIES FUND INC	/ /	WILMINGTON DELAWARE		221.798	0,784782%
BLACKROCK GLOBAL ALLOCATION FUND (AUST)	/ /	MELBOURNE		23.014	0,081430%

Assemblea Straordinaria del 27 marzo 2015

Cognome Nome/Ragione Sociale	Data Nascita	Luogo Nascita / Sede	Prov	Azioni	Perc.
BLACKROCK GLOBAL ALLOCATION FUND, INC	/ /	WILMINGTON DELAWARE		1.294.176	4,579148%
BLACKROCK GLOBAL ALLOCATION P ORTFOLIO OF BL.SERIES FUND INC	/ /	WILMINGTON DELAWARE		5.996	0,021215%
BLACKROCK GLOBAL FUNDS	/ /	2453 LUSSEMBURGO		572.435	2,025431%
BLACKROCK GLOBAL SMALL CAP FUND AGENTE:JP MORGAN CHASE BANK	/ /	MELBOURNE		35.700	0,126316%
BLACKROCK INST TRUST CO NA INV FUNDSFOR EMPLOYEE BENEFIT TR AGENTE:STATE STREET BANK AND TRUST COMPANY	/ /	SAN FRANCISCO, CA		116.194	0,411126%
BLACKROCK STRATEGIC FUNDS AGENTE:STATE STREET BANK AND TRUST COMPANY	/ /	L-1855 LUXEMBOURG		325.899	1,153120%
BNP PARIBAS ACTIONS OBLIGATIONS PME AGENTE:BNP PARIBAS 2S-PARIS	/ /	PARIS		1.873	0,006627%
BNP PARIBAS B PENSION BALANCED AGENTE:BP2S LUXEMBOURG	/ /	BRUSSELS		415.789	1,471175%
BNP PARIBAS B PENSION STABILITY AGENTE:BP2S LUXEMBOURG	/ /	BRUSSELS		23.788	0,084168%
BNP PARIBAS SMALL CAP EUROLAND AGENTE:BNP PARIBAS 2S-PARIS	/ /	PARIS		210.548	0,744976%
BNY MELLON EMPLOYEE BENEFIT COLLECTIVE INVESTMENT FUND PLAN	/ /	NEW YORK NY 10005		81	0,000287%
BROOKFIELD GLOBAL INFRASTRUCTURE SECURIT AGENTE:RBC INVESTOR SERVICE	/ /	TORONTO, ONTARIO		178.575	0,631847%
BROOKFIELD GLOBAL LIST INFRASTRUCTURE MASTER FUND LP RICHIEDENTE:JP MORGAN CLEARING CORP	/ /	CHICAGO IL 60606-4666		28.224	0,099864%
BUREAU OF LABOR FUNDS - LABOR RETIREMENT FUND AGENTE:JP MORGAN CHASE BANK	/ /	TAIPEI CITY		29.455	0,104220%
CAISSE DE DEPOT ET PLACEMENT DU QUEBEC AGENTE:STATE STREET BANK AND TRUST COMPANY	/ /	MONTREAL QC H2Z 2B3		32.563	0,115217%
CALIFORNIA PUBLIC EMPLOYEES RETIREMENT SYSTEM AGENTE:STATE STREET BANK AND TRUST COMPANY	/ /	SACRAMENTO CA 95812		52.675	0,186379%
CALIFORNIA STATE TEACHERS RETIREMENT SYSTEM AGENTE:STATE STREET BANK AND TRUST COMPANY	/ /	SACRAMENTO CA 95826		19.220	0,068006%
CAMGESTION EURO MID CAP AGENTE:BNP PARIBAS 2S-PARIS	/ /	PARIS		39.945	0,141336%
CF DV ACWI EX-U.S. IMI FUND	/ /	NEW YORK NY 10005		228	0,000807%
CHARITABLE INTERNATIONAL EQUITYFUND	/ /	CLEVELAND OH 44101 USA		1.325	0,004688%
CHURCH OF ENGLAND INVESTMENT FUND FOR PENSIONS AGENTE:NORTHERN TRUST COMPANY	/ /	SW1P 3PS LONDON		1.075	0,003804%
CITY OF EDMONTON EQUITY UNIT TRUST AGENTE:STATE STREET BANK AND TRUST COMPANY	/ /	TORONTO ON M5C 3G6		16.222	0,057398%
CITY OF LOS ANGELES FIRE AND POLICE PENSION PLAN AGENTE:NORTHERN TRUST COMPANY	/ /	90012 LOS ANGELES		2.938	0,010395%
CITY OF NEW YORK GROUP TRUST AGENTE:STATE STREET BANK AND TRUST COMPANY	/ /	NY 10007-2341		4.344	0,015370%
COH STEERS COLL INVESTM TCS GL LIS IN AGENTE:BROWN BROTHERS HARR	/ /	PENNSYLVANIA		5.812	0,020564%
COHEN & STEERS GLOBAL INFRASTRUCTURE FUND, INC AGENTE:STATE STREET BANK AND TRUST COMPANY	/ /	NEW YORK NY 10017		34.766	0,123012%
COHEN & STEERS REAL ASSETS FUND, INC AGENTE:STATE STREET BANK AND TRUST COMPANY	/ /	NEW YORK, NY10017		10.733	0,037976%
COHEN & STEERS, INC AGENTE:STATE STREET BANK AND TRUST COMPANY	/ /	NEW YORK NY 10017		587	0,002077%
COHEN + STEERS INFRASTRUCTURE FUND, INC. AGENTE:STATE STREET BANK AND TRUST COMPANY	/ /	NEW YORK NY 10017		228.722	0,800281%
COLISEE IFC I FCP AGENTE:BNP PARIBAS 2S-PARIS	/ /	PARIS LA DEFENSE CEDEX		36.000	0,127378%
COLLEGE RETIREMENT EQUITIES FUND AGENTE:STATE STREET BANK AND TRUST COMPANY	/ /	NEW YORK		881	0,003117%
COLONIAL FIRST STATE INVESTMENT LTD RICHIEDENTE:CBHK S/A CFSIL COMWLTH GL IF 3	/ /	SYDNEY NSW 2000		32.792	0,116027%
CONNECTICUT GENERAL LIFE INSURANCE COMPANY AGENTE:STATE STREET BANK AND TRUST COMPANY	/ /	PHILADELPHIA PA 19192		72	0,000255%
EATON VANCE CORPORATION	/ /	MA 02109 BOSTON		146	0,000517%
ELETTRONICA INDUSTRIALE SPA RICHIEDENTE:PRAVADELLI FULVIO VITTORIO LUIGI	/ /	LISSONE		11.305.120	10,000599%

Assemblea Straordinaria del 27 marzo 2015

Cognome Nome/Ragione Sociale	Data Nascita	Luogo Nascita / Sede	Prov	Azioni	Perc.
ENSIGN PEAK ADVISORS INC.	/ /	SALT LAKE CITY UT 84150 USA		25.606	0,090601%
EURIZONCAPITAL SGR S.P.A. - EURIZON AZIONI ITALIA	/ /	MILANO		58.075	0,205485%
EURIZONCAPITAL SGR S.P.A. - EURIZON AZIONI PMI ITALIA	/ /	MILANO		70.780	0,250439%
EXPRESS SCRIPTS, INC. 401 (K) PLAN	/ /	ST. LOUIS, MO 63121		163	0,000577%
FCP AIR FRANCE IFC AGENTE:BNP PARIBAS 2S-PARIS	/ /	PARIS LA DEFENSE CEDEX		3.762	0,013311%
FCP AXIVA ACTION 1 AGENTE:BNP PARIBAS 2S-PARIS	/ /	PARIS LA DEFENSE CEDEX		20.893	0,073925%
FCP CIC EURO OPPORTUNITES AGENTE:BQUE FEDERATIVE-STR	/ /	PARIS		14.000	0,049536%
FCP PORTFOLIO MICROCAPS EUROPE	/ /	PARIS 75015		14.247	0,050410%
FIDUCIE GLOB DES REGIMES DE RETR DE LA SOC TRANSPORT MONTREAL AGENTE:STATE STREET BANK AND TRUST COMPANY	/ /	MONTREAL QC H5A 1J6		22.945	0,081186%
FLEXSHARES MORNINGSTAR DEVELOPED MARKETS EX-US FACTOR TILT INDEX FUND AGENTE:JP MORGAN CHASE BANK	/ /	CHICAGO		231	0,000817%
FONDS RESERVE RETRAITES AGENTE:BNP PARIBAS 2S-PARIS	/ /	PARIS		64.720	0,228997%
FORD MOTOR COMPANY DEFINED BENEFIT MASTER TRUST AGENTE:NORTHERN TRUST COMPANY	/ /	48121-1899 DEARBORN		19	0,000067%
FORD MOTOR COMPANY OF CANADA, LIMITED PENSION TRUST AGENTE:NORTHERN TRUST COMPANY	/ /	OAKVILLE		113	0,000400%
FORWARD GLOBAL INFRASTRUCTURE FUND RICHIEDENTE:CITIBANK NA NEW YORK SA FWD GLOBAL INFRASTRUCT FUND	/ /	SAN FRANCISCO CALIFORNIA 94111		14.100	0,049890%
FOXHAVEN MASTER FUND LP RICHIEDENTE:MORGAN STANLEY AND CO. LLC	/ /	UGLAND HOUSE KY1-1104		130.743	0,462604%
FOXHAVEN MASTER FUND LP RICHIEDENTE:GOLDMAN SACHS SEGREGATION A/C	/ /	CHARLOTTESVILLE VA 22902		1.775	0,006280%
FOXWAY L.P. RICHIEDENTE:GOLDMAN SACHS SEGREGATION A/C	/ /	CHARLOTTESVILLE VA 22902		15.689	0,055512%
FOXWAY LP RICHIEDENTE:MORGAN STANLEY AND CO. LLC	/ /	WILMINGTON DE 19801 USA		33.992	0,120273%
FRANKLIN TEMPLETON INTERNATIONAL TRUST-FRANKLIN WORLD PERSPECTIV	/ /	SAN MATEO CALIFORNIA 94403		1.315	0,004653%
FRANKLIN TEMPLETON INVESTMENT FUNDS AGENTE:JP MORGAN BANK LUXEM	/ /	LUXEMBOURG		17.067	0,060388%
GOLDMAN SACHS GLOBAL SMALL COMPANIES AGENTE:RBC INVESTOR SERVICE	/ /	VICTORIA		6.893	0,024389%
GOLDMAN SACHS TRUST- GOLDMAN SACHS INTER AGENTE:JP MORGAN CHASE BANK	/ /	NEW YORK		17.162	0,060724%
GOTHIC CORPORATION	/ /	00000 DURHAM GB		51.076	0,180721%
GOTHIC ERP LLC	/ /	DURHAM NC 27701		11.449	0,040510%
GOTHIC HSP CORPORATION	/ /	27701 DURHAM NC		18.768	0,066406%
GOVERNMENT OF NORWAY RICHIEDENTE:CBNY SA GOVERNMENT OF NORWAY	/ /	OSLO		365.100	1,291823%
GOVERNMENT SUPERANNUATION FUND AGENTE:JP MORGAN CHASE BANK	/ /	WELLINGTON		6.980	0,024697%
I.2.C. ACTIONS	/ /	COURBEVOIE, 92400		32.000	0,113225%
IBM 401K PLUS PLAN AGENTE:STATE STREET BANK AND TRUST COMPANY	/ /	ARMONK, NY 10504-1722		4.955	0,017532%
INDIANA PUBLIC EMPLOYEES RETIREMENT FUND	/ /	INDIANAPOLIS IN 46204		30	0,000106%
INTERNATIONAL MONETARY FUND AGENTE:STATE STREET BANK AND TRUST COMPANY	/ /	WASHINGTON DC 20431		70	0,000248%
INVESTIN PRO F.M.B.A., GLOBAL EQUITIES I	/ /	MONSTEDS PLADS DK-1780 COPEN		1.211	0,004285%
IPAC SPECIALIST INVESTMENT STRATEGIES LI AGENTE:BNP SS SIDNEY BRANCH	/ /	SYDNEY		24.889	0,088064%
ISHARES CORE MSCI EAFE ETF AGENTE:STATE STREET BANK AND TRUST COMPANY	/ /	SAN FRANCISCO CA 94105		3.903	0,013810%
ISHARES CORE MSCI TOTAL INTERNATIONAL STOCK ETF AGENTE:STATE STREET BANK AND TRUST COMPANY	/ /	SAN FRANCISCO CA 94105		1.487	0,005261%
ISHARES DEVELOPED SMALL-CAP EX NORTH AMERICA ETF AGENTE:STATE STREET BANK AND TRUST COMPANY	/ /	SAN FRANCISCO CA 94105		576	0,002038%



Assemblea Straordinaria del 27 marzo 2015

Cognome Nome/Ragione Sociale	Data Nascita	Luogo Nascita / Sede	Prov	Azioni	Perc.
ISHARES MSCI EAFE SMALL CAP ETF AGENTE:STATE STREET BANK AND TRUST COMPANY	/ /	SAN FRANCISCO CA 94105		24.629	0,087144%
ISHARES VII PLC AGENTE:STATE STREET BANK AND TRUST COMPANY	/ /	DUBLIN 1		17.573	0,062178%
JNL/BLACKROCK GLOBAL ALLOCATION FUND AGENTE:JP MORGAN CHASE BANK	/ /	489 51		81.594	0,288702%
JPMORGAN FUNDS EUROPEAN BANK AND BC AGENTE:JP MORGAN BANK LUXEM	/ /	LUXEMBOURG		21.896	0,077474%
KEY TRUST INTERNATIONAL EQUITY FUND	/ /	CLEVELAND OH 44101 USA		650	0,002300%
KORTRIGHT CAPITAL PARTNERS RICHIEDENTE:GOLDMAN SACHS SEGREGATION A/C	/ /	NEW YORK, NY 10022		163.962	0,580142%
LABORERS DISTRICT COUNCIL & CONTRACTORS PENSION FUND OF OHIO AGENTE:STATE STREET BANK AND TRUST COMPANY	/ /	WORTHINGTON OH 43085		4.768	0,016870%
LAZARD EUROPEAN SMALLER COMPANIES FUND AGENTE:STATE STREET BANK AND TRUST COMPANY	/ /	LONDON W1J 8LL		75.051	0,265551%
LAZARD INTERNATIONAL SMALL CAP EQUITY PTF AGENTE:STATE STREET BANK AND TRUST COMPANY	/ /	NEW YORK NY 10020		15.937	0,056389%
LEGAL AND GENERAL ASSURANCE SOCIETY LIMITED RICHIEDENTE:CBLDN S/A LEGAL AND GENERAL	/ /	LONDON EC2R 5AA		342	0,001210%
LIBERTY MUTUAL RETIREMENT PLAN MASTER TRUST	/ /	BOSTON MA, 02117		10.682	0,037796%
LOCKHEED MARTIN CORPORATION MASTER RETIREMENT TRUST AGENTE:NORTHERN TRUST COMPANY	/ /	20817 BETHESDA		20.185	0,071420%
LOMBARD ODIER FUNDS	/ /	LUXEMBOURG L-2520		110.000	0,389210%
LOS ANGELES CITY EMPLOYEES RETIREMENT SYSTEM AGENTE:NORTHERN TRUST COMPANY	/ /	90012 LOS ANGELES		1.022	0,003616%
MAKENA CAPITAL HOLDINGS M L.P.	/ /	00000 MENLO PARK		19.689	0,069665%
MARIANI FABRIZIO	/ /			0	0,000000%
MARTORELLI GIORGIO	/ /			0	0,000000%
MARYLAND STATE RETIREMENT & PENSION SYSTEM AGENTE:STATE STREET BANK AND TRUST COMPANY	/ /	BALTIMORE MD 21202		551	0,001950%
MASSMUTUAL SELECT GLOBAL ALLOCATION FUND	/ /	SPRINGFIELD MASSACHUSETTS		15.770	0,055799%
MERCER OSS TRUST	/ /	727 COLLINS STREET COLLINS SQU		893	0,003160%
MERCER QIF CCF AGENTE:STATE STREET BANK AND TRUST COMPANY	/ /	DUBLIN 2		74.737	0,264440%
METROPOLITAN RENTASTRO AGENTE:BP2S LUXEMBOURG	/ /	BRUSSELS		58.269	0,206172%
MINISTER FOR FINANCE (ISIF MANAGED AND CONTROLLED BY NTMA)	/ /	DUBLIN 2		1.513	0,005353%
MSCI EAFE SMALL CAP PROV INDEX SEC COMMON TR F AGENTE:STATE STREET BANK AND TRUST COMPANY	/ /	BOSTON MA 02111		3.317	0,011736%
MUNICIPAL EMPLOYEES' ANNUITY AND BENEFIT FUND OF CHICAGO AGENTE:NORTHERN TRUST COMPANY	/ /	IL 60654 CHICAGO		1.900	0,006723%
MVS LUCERNE FUND, LP CO THE CORPORATION TRUST CO CORPORATION TRUST CENTER RICHIEDENTE:MORGAN STANLEY AND CO. LLC	/ /	WILMINGTON, DE 19801		1	0,000004%
NATIONAL COUNCIL FOR SOCIAL SECURITY FUND, P.R.C. AGENTE:NORTHERN TRUST COMPANY	/ /	100032 BEIJING		1.481	0,005240%
NMM5-WIEQ-CNS ACCOUNT AGENTE:NOMURA BK SA LUXEMB	/ /	GRAND CAYMAN		28.731	0,101658%
NORTHERN TRUST GLOBAL INVESTMENTS COLLECTIVE FUNDS TRUST AGENTE:NORTHERN TRUST COMPANY	/ /	60675 CHICAGO		13.317	0,047119%
NTGI-QM COMMON DAILY ALL COUNWD EX-US INV MKT INDEX F NONLEND AGENTE:NORTHERN TRUST COMPANY	/ /	60603 CHICAGO		685	0,002424%
OMERS ADMINISTRATION CORPORATION AGENTE:STATE STREET BANK AND TRUST COMPANY	/ /	TORONTO ON M5J 2P1		400	0,001415%
OPTIMIX WHOLESALE GLOBAL SMALLER CO AGENTE:JP MORGAN CHASE BANK	/ /	SYDNEY		866	0,003064%
OREGON PUBLIC EMPLOYEES RETIREMENT SYSTEM AGENTE:STATE STREET BANK AND TRUST COMPANY	/ /	SALEM OR 97301-3896		24.908	0,088131%
PARAMETRIC GLOBAL SMALL-CAP FUND AGENTE:STATE STREET BANK AND TRUST COMPANY	/ /	BOSTON, MASS 02110		56	0,000198%
PARAMETRIC INTERNATIONAL EQUITY FUND AGENTE:STATE STREET BANK AND TRUST COMPANY	/ /	MASSACHUSETTS 02110		915	0,003238%
PARVEST AGENTE:BP2S LUXEMBOURG	/ /	HOWALD HESPERANGE		269.352	0,053041%

Assemblea Straordinaria del 27 marzo 2015

Cognome Nome/Ragione Sociale	Data Nascita	Luoogo Nascita / Sede	Prov	Azioni	Perc.
PEERLESS INSURANCE COMPANY AGENTE:JP MORGAN CHASE BANK	/ /	BOSTON		12.863	0,045513%
PENSIOENFONDS METAAL OFP AGENTE:STATE STREET BANK AND TRUST COMPANY	/ /	BRUSSELS B-1000		8.657	0,030631%
PENSION RESERVES INVESTMENT TRUST FUND	/ /	00000 BOSTON US		1	0,000004%
PICTET TOTAL RETURN AGENTE:BP2S LUXEMBOURG	/ /	LUXEMBOURG		5.435	0,019231%
PM MANAGER FUND SPC - SEGREGATED PORTFOLIO RICHIEDENTE:MORGAN STANLEY AND CO. LLC PREZZAVENTO GIULIA	/ /	GEORGE TOWN, KY1-9005		23.627	0,083599%
PUBLIC EMPLOYEES RETIREMENT ASSOCIATION OF COLORADO AGENTE:NORTHERN TRUST COMPANY	/ /	80203 DENVER		2.854	0,010098%
PUBLIC EMPLOYEES RETIREMENT SYSTEM OF OH AGENTE:JP MORGAN CHASE BANK	/ /	COLUMBUS		5.974	0,021138%
RAYTHEON MASTER PENSION TRUST .	/ /	00000 WALTHAM		6.369	0,022535%
RENAISSANCE GLOBAL SMALL-CAP FUND	/ /	00000 MONTREAL CD		765	0,002707%
REXAM PENSION PLAN AGENTE:JP MORGAN CHASE BANK	/ /	LONDON		1.388	0,004911%
RIFL-RUSSELL GLOBAL LISTED INFRASTRUCTURE FUND	/ /	SEATTLE		7.390	0,026148%
ROCHE DIAGNOSTICS CORPORATION CASH ACCUM AGENTE:JP MORGAN CHASE BANK	/ /	INDIANAPOLIS		16.136	0,057094%
ROGERSCASEY TARGET SOLUTIONS LLC.	/ /	NEW YORK 10001		2.501	0,008849%
RUSSELL CANADIAN EQUITY POOL	/ /	TORONTO ON, M5X 1E4		9.594	0,033946%
RUSSELL GLOBAL LISTED INFRASTR FUND - (DOLLAR SIGN)A HEDGED AGENTE:STATE STREET BANK AND TRUST COMPANY	/ /	SYDNEYNSW 2000		5.006	0,017713%
RUSSELL INVESTMENT COMPANY RUSSELL GLOBAL INFRASTRUCTURE FUND AGENTE:STATE STREET BANK AND TRUST COMPANY	/ /	TACOMA, WA. 98402		34.328	0,121462%
RUSSELL TRUST CO COMMINGLED EMPLOYEE BENEFIT FUNDS TRUST AGENTE:STATE STREET BANK AND TRUST COMPANY	/ /	SEATTLE, WA 98101		7.938	0,028087%
SAINT-GOBAIN CORPORATION DEFINED BENEFIT MASTER TRUST AGENTE:STATE STREET BANK AND TRUST COMPANY	/ /	VALLEY FORGE, PA		17.230	0,060964%
SANLAM UNIVERSAL FUNDS PLC AGENTE:BROWN BROTHERS HARR	/ /	0000000000000000000000 0000348		107.935	0,381903%
SCHWAB INTERNATIONAL SMALL-CAP EQUITY ETF AGENTE:STATE STREET BANK AND TRUST COMPANY	/ /	S FRANCISCO, CA 94105		1.768	0,006256%
SEMPRA ENERGY PENSION MASTER TRUST	/ /	00000 SAN DIEGO CA 92101		336	0,001189%
SENTRY CORPORATE CLASS LTD. AGENTE:STATE STREET BANK AND TRUST COMPANY	/ /	TORONTO, ON M5L 1E2		33.111	0,117156%
SENTRY GLOBAL BALANCED INCOME FUND AGENTE:STATE STREET BANK AND TRUST COMPANY	/ /	TORONTO, ON M5L 1E2		59.900	0,211943%
SENTRY GLOBAL GROWTH AND INCOME FUND AGENTE:STATE STREET BANK AND TRUST COMPANY	/ /	TORONTO, ON M5L 1E2		168.000	0,594430%
SENTRY INFRASTRUCTURE FUND AGENTE:STATE STREET BANK AND TRUST COMPANY	/ /	TORONTO ON M5X 1A4		244.800	0,866169%
SHINKO GLOBAL INFRASTRUCTURE EQUITY FUND OF SHI GLOB TRUST	/ /	CAYMAN ISLAND		33.824	0,119679%
SLI GLOBAL SICAV GLOBAL FOCUSEDSTRATEGIES FUND	/ /	EDINBURGH		3.840	0,013587%
SPDR S&P INTERNATIONAL SMALL CAP ETF AGENTE:STATE STREET BANK AND TRUST COMPANY	/ /	BOSTON MA 02111-2900		17.043	0,060303%
SS BK AND TRUST COMPANY INV FUNDS FOR TAXEXEMPT RETIREMENT PL AGENTE:STATE STREET BANK AND TRUST COMPANY	/ /	BOSTON MA 02110		28.757	0,101750%
SSFSAL ATF THE SSFS - GLOBAL LISTED INFRASTRUCTURE SECTOR TRUST AGENTE:JP MORGAN CHASE BANK	/ /	SYDNEY		15.165	0,053658%
SSGA SPDR ETFS EUROPE II PUBLIC LIMITED COMPANY AGENTE:STATE STREET BANK AND TRUST COMPANY	/ /	DUBLIN 2		1.502	0,005314%
STATE OF ALASKA RETIREMENT AND BENEFITS PLANS AGENTE:STATE STREET BANK AND TRUST COMPANY	/ /	JUNEAU AK 99811 0405		516	0,001826%
STATE OF CALIFORNIA MASTER TRUST AGENTE:JP MORGAN CHASE BANK	/ /	SACRAMENTO		3.304	0,011690%
STG PFDS V.D. GRAFISCHE	/ /	1081 AP AMSTERDAM		2.545	0,009005%
STICHTING PENSIOENFONDS APF AGENTE:NORTHERN TRUST COMPANY	/ /	5026 RE TILBURG		382	0,001352%

Assemblea Straordinaria del 27 marzo 2015

Cognome Nome/Ragione Sociale	Data Nascita	Luogo Nascita / Sede	Prov	Azioni	Perc.
STICHTING PENSIOENFONDS HORECA & CATERING	/ /	2719 EA ZOETERMEER		970	0,003432%
SUN LIFE SENTRY GLOBAL MID CAP FUND AGENTE:RBC INVESTOR SERVICE	/ /	TORONTO		13.587	0,048075%
SUN LIFE SENTRY INFRASTRUCTURE FUND AGENTE:RBC INVESTOR SERVICE	/ /	TORONTO		40.200	0,142239%
TEACHERS RETIREMENT SYSTEM OF OKLAHOMA AGENTE:JP MORGAN CHASE BANK	/ /	OKLAHOMA CITY		26.195	0,092685%
TELUS FOREIGN EQUITY ACTIVE ALPHA POOL	/ /	00000 EDMONTON GB		5.111	0,018084%
TELUS FOREIGN EQUITY ACTIVE BETA MASTER POOL	/ /	00000 BURNABY		2.233	0,007901%
TEMPLETON EUROPE FUND	/ /	THE ADELPHI 1 11 JOHN ADAM STR		15.644	0,055353%
THE DUKE ENDOWMENT	/ /	CHARLOTTE, NC 28202-4012 USA		21.682	0,076717%
THE HARTFORD INTERNATIONAL SMALL COMPANY FUND AGENTE:STATE STREET BANK AND TRUST COMPANY	/ /	SIMSBURY CT 06089		38.130	0,134914%
THE LUCERNE CAPITAL FUND, LP RICHIEDENTE:MORGAN STANLEY AND CO. LLC	/ /	NEW YORK 500 MA		119.065	0,421284%
THE LUCERNE CAPITAL OFFSHORE FUND LTD RICHIEDENTE:MORGAN STANLEY AND CO. LLC	/ /	NEW YORK		77.631	0,274680%
THE MASTER TRUST BANK OF JAPAN LTD AGENTE:BROWN BROTHERS HA-LU	/ /	TOKYO		63.527	0,224776%
THE WELLINGTON TR CO NAT ASS MULT COLLECTIVE INV F TRUST II AGENTE:STATE STREET BANK AND TRUST COMPANY	/ /	BOSTON MA 02109		21.854	0,077325%
THE WELLINGTON TR CO NAT ASS MULT COMM EUROPE SMALLER CO PTF AGENTE:STATE STREET BANK AND TRUST COMPANY	/ /	BOSTON, MA 02109		491	0,001737%
THE WELLINGTON TR CO NAT ASS MULT COMM INT SMALL CAP OPPORT AGENTE:STATE STREET BANK AND TRUST COMPANY	/ /	BOSTON MA 02109		18.631	0,065922%
THREADNEEDLE (LUX RICHIEDENTE:CBLUX SA) THREADNEEDLE (LUX)	/ /	BERTRANGE		55.441	0,196165%
THREADNEEDLE INVESTMENT FUNDS ICVC EUROPEAN SMALLER COMPANIES FUND RICHIEDENTE:CBLDN SA CIP-DEP-TIF-EUR SML COMP FND	/ /	LONDON		394.121	1,394508%
THREADNEEDLE INVESTMENT FUNDS ICVC PAN EUROPEAN SMALLER COMPANIES FUND RICHIEDENTE:CBLDN SA CIP-DEP-TIF-PAN SMLR COM	/ /	E14 5LB LONDON UK		374.027	1,323410%
TRANSAMERICA BLACKROCK GLOBAL ALLOCATION VP AGENTE:STATE STREET BANK AND TRUST COMPANY	/ /	ST.PETERSBURG FL 33716		33.871	0,119845%
TRUST AND CUSTODY SERVICES BANK LTD	/ /	CHUO-KU TOKYO		107.217	0,379363%
TRUST FUND ADVISORS INTERNATIONAL GROUP	/ /	00000 WASHINGTON US		575	0,002035%
TWO SIGMA EQUITY PORTFOLIO LLC AGENTE:DEUTSCHE BANK AG LONDON	/ /	NEW YORK		200	0,000708%
UAW RETIREE MEDICAL BENEFITS TRUST AGENTE:STATE STREET BANK AND TRUST COMPANY	/ /	DETROIT, MI 48214		1.630	0,005767%
UBS ETF AGENTE:STATE STREET BANK AND TRUST COMPANY	/ /	L-1855 LUXEMBOURG		1.226	0,004338%
ULLICO DIVERSIFIED INTERNATIONAL EQUITY	/ /	00000 WASHINGTON US		5.998	0,021223%
ULLICO INTERNATIONAL SMALL CAP FUND	/ /	WASHINGTON DC, 20006		7.469	0,026427%
UMC BENEFIT BOARD, INC	/ /	60025 GLENVIEW IL		108	0,000382%
UNIVERSITY OF WASHINGTON AGENTE:STATE STREET BANK AND TRUST COMPANY	/ /	SEATTLE WA 98103		2.142	0,007579%
UTAH STATE RETIREMENT SYSTEMS AGENTE:NORTHERN TRUST COMPANY	/ /	SALT LAKE CITY		361	0,001277%
VALERO ENERGY CORPORATION PENSION PLAN	/ /	SAN FRANCISCO CA		13.698	0,048467%
VALIC COMPANY II INTERNATIONAL OPPORTUNITIES FUND AGENTE:STATE STREET BANK AND TRUST COMPANY	/ /	HOUSTON TX 77019		27.104	0,095901%
VANDERBILT UNIVERSITY AGENTE:STATE STREET BANK AND TRUST COMPANY	/ /	NASHVILLE, TN 37203		23.928	0,084664%
VANGUARD FTSE ALL WORD SMALL CAP IND FUN AGENTE:BROWN BROTHERS HARR	/ /	MALVERN		17.878	0,063257%
VANGUARD INTERNATIONAL EXPLORER FUND AGENTE:JP MORGAN CHASE BANK	/ /	MALVERN		61.162	0,216408%
VANGUARD INTERNATIONAL SMALL COMPANIES I AGENTE:JP MORGAN CHASE BANK	/ /	SOUTHBANK		1.467	0,005191%

Assemblea Straordinaria del 27 marzo 2015

Cognome Nome/Ragione Sociale	Data Nascita	Luogo Nascita / Sede	Prov	Azioni	Perc.
VANGUARD INVESTMENT SERIES, PLC AGENTE:JP MORGAN BANK IRELA	/ /	DUBLIN		2.704	0,009567%
VANGUARD TOTAL INTERNATIONAL STOCK INDEX AGENTE:JP MORGAN CHASE BANK	/ /	MALVERN		114.483	0,405072%
VANGUARD TOTAL WORLD STOCK INDEX FUND AGENTE:BROWN BROTHERS HARR	/ /	MALVERN		1.850	0,006546%
VICTORY ALL COUNTRY EX US SMALL CAP COLLECTIVE FUND RICHIEDENTE:CBNY SA VICTORY INTL SMALL MID CAP COLLECTIVE	/ /	COLUMBUS, OHIO		2.691	0,009521%
VIRGINIA RETIREMENT SYSTEM .	/ /	00000 RICHMOND US		2.261	0,008000%
VOYA MULTI-MANAGER INTERNATIONAL SMALL CAP FUND	/ /	SCOTTSD. ARIZONA 85258-2034		11.876	0,042021%
WASHINGTON STATE INVESTMENT BOARD AGENTE:STATE STREET BANK AND TRUST COMPANY	/ /	OLYMPIA WA 98504-0916		6.580	0,023282%
WELLINGTON TRUST CO NA MULTI. COLLECT. AGENTE:BROWN BROTHERS HARR	/ /	BOSTON		24.221	0,085701%
WELLPOINT MASTER TRUST	/ /	INDIANAPOLIS IN 46204-4903		1	0,000004%
WESTMINSTER ARTEMIS GLOBAL INCOME FUND AGENTE:JP MORGAN CHASE BANK	/ /	EDINBURGH		221.249	0,782839%
WHEELS COMMON INVESTMENT FUND AGENTE:NORTHERN TRUST COMPANY	/ /	CH13 8BW BRENTWOOD		648	0,002293%
WHOLESALE UNIT TRUST GL. INFRASTRUCTURE F AGENTE:BNP SS SIDNEY BRANCH	/ /	WELLINGTON		13.116	0,046408%
WYOMING RETIREMENT SYSTEM AGENTE:JP MORGAN CHASE BANK	/ /	CHEYENNE		457	0,001617%



Assemblea Straordinaria del 27 marzo 2015ESITO VOTAZIONE

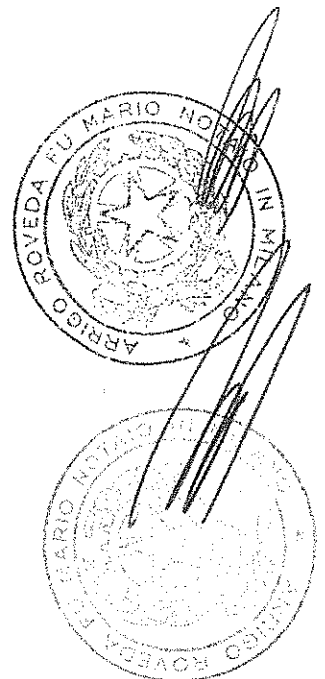
Oggetto : Aumento capitale sociale a pagamento

Allegato "....."
Alla raccolta n. 16.340**Hanno partecipato alla votazione:**

Presenti alla votazione 222 per azioni ordinarie 22.594.953 pari al 79,947108% del capitale.

Hanno votato:

Favorevoli	22.593.678	azioni pari al	99,994357	delle az. presenti
Contrari	0	azioni pari al	0,000000	delle az. presenti
Astenuti	1.275	azioni pari al	0,005643	delle az. presenti
Non Votanti	0	azioni pari al	0,000000	delle az. presenti
Totale	22.594.953	azioni pari al	100,000000	delle az. presenti



Assemblea Straordinaria del 27 marzo 2015

LISTA ESITO DELLE VOTAZIONE
Oggetto: Aumento capitale sociale a pagamento

CONTRARI			
Cognome	Tot. Voti	Proprio	Delega
Totale voti	0		
Percentuale votanti %	0,000000		
Percentuale Capitale %	0,000000		



Azionisti:
Azionisti in proprio: 0
Azionisti in delega: 0

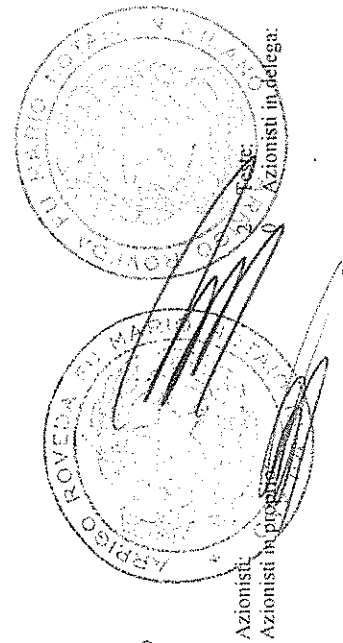
Pagina 1
0 DE* delega alla persona fisica sopra indicata con il numero della scheda magnetica
0 **D delega alla persona fisica sopra indicata con il numero della scheda magnetica (votazione effettuata alla postazione assistita)
RL* rappresentanza legale alla persona fisica sopra indicata con il numero della scheda magnetica
RA rappresentante designato D** Delega al rappresentante designato

Assemblea Straordinaria del 27 marzo 2015

LISTA ESITO DELLE VOTAZIONE
Oggetto: Aumento capitale sociale a pagamento

ASTENUTI

2	Cognome	Tot. Voti	Proprio	Delega
••D	PREZZAVENTO GIULIA	200		200
••D	TWO SIGMA EQUITY PORTFOLIO LLC	1.075		1.075
	CHURCH OF ENGLAND INVESTMENT FUND FOR PENSIONS			
Totale voti		1.275		
Percentuale votanti %		0.005643		
Percentuale Capitale %		0.004511		



Pagina 2

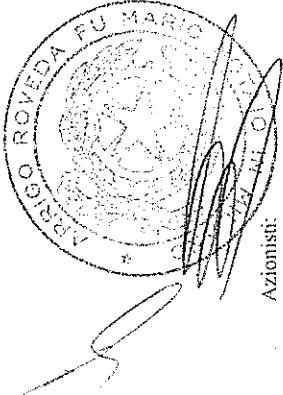
- 1 DE* delega alla persona fisica sopra indicata con il numero della scheda magnetica
- 2 **D delega alla persona fisica sopra indicata con il numero della scheda magnetica (votazione effettuata alla postazione assistita)
- RL* rappresentanza legale alla persona fisica sopra indicata con il numero della scheda magnetica
- *RA* rappresentante designato
- D** Delega al rappresentante designato

Assemblea Straordinaria del 27 marzo 2015

LISTA ESITO DELLE VOTAZIONE
Oggetto: Aumento capitale sociale a pagamento

Cognome		Tot. Voti		Proprio	Delega
Totale voti		0			
Percentuale votanti %		0,000000			
Percentuale Capitale %		0,000000			

NON VOTANTI



0 Teste:
0 Azionisti in delega:

0 DE* delega alla persona fisica sopra indicata con il numero della scheda magnetica
0 **D delega alla persona fisica sopra indicata con il numero della scheda magnetica (votazione effettuata alla postazione assistita)
RL* rappresentanza legale alla persona fisica sopra indicata con il numero della scheda magnetica
RA rappresentante designato D** Delega al rappresentante designat

LISTA ESITO DELLE VOTAZIONE

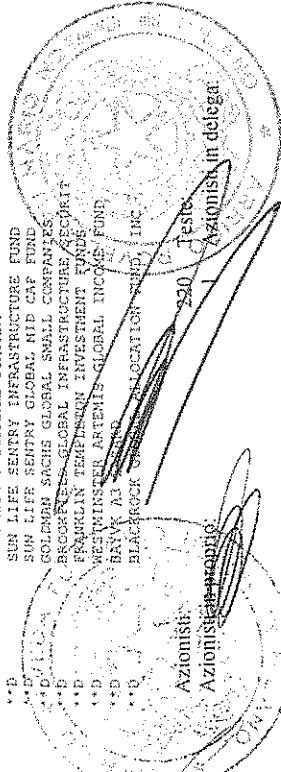
Oggetto: Aumento capitale sociale a pagamento

FAVOREVOLI

Cognome	Tot. Voti	Proprio	Delega
1. MARIANI FABRIZIO	11.305.120	2.080	11.305.120
DE* ELETTRONICA INDUSTRIALE SPA	28.731		28.731
101 BARZAGHI ADRIANO	63.527		63.527
2. PREZZAVENTO GIULIA	47.251		47.251
**S N986-MEO-CHE ACCOUNT	1.850		1.850
**D THE MASTER TRUST BANK OF JAPAN LTD	17.878		17.878
**D AMP CAPITAL GLOBAL LISTED INFRASTRUCTURE FUND	5.812		5.812
**D VANGUARD TOTAL WORLD STOCK INDEX FUND	24.221		24.221
**D VANGUARD FTSE ALL WORLD SMALL CAP IND FUND	107.935		107.935
**D COH STEERS COLL INVESTM TCS GL LLS IN	14.373		14.373
**D WELLINGTON TRUST CO NA MULTI. COLLECT.	1.873		1.873
**D SARLAM UNIVERSAL FUNDS PLC	39.945		39.945
**D AFTER ACTION FHE	210.548		210.548
**D BNP PARIBAS ACTIONS OBLIGATIONS FHE	20.893		20.893
**D CAMGESTION EURO MID CAP	40.000		40.000
**D BNP PARIBAS SMALL CAP EUROLAND	36.000		36.000
**D FCP AXIVA ACTION 1	5.171		5.171
**D AXA VALEURS EURO	3.762		3.762
**D COLISEE IFC 1 FCP	64.720		64.720
**D AIM CRISTAL FCP	5.435		5.435
**D FORDS RESERVE RETRAITES	269.352		269.352
**D FICTET TOTAL RETURN	415.789		415.789
**D PARVEST	58.269		58.269
**D BNP PARIBAS B PENSION BALANCED	23.788		23.788
**D METROPOLITAN RENTASTRO	137.208		137.208
**D BNP PARIBAS B PENSION STABILITY	24.889		24.889
**D AMP CAPITAL GLOBAL INFR SECUR FUND UNHED	13.116		13.116
**D IPAC SPECIALIST INVESTMENT STRATEGIES LI	73.787		73.787
**D WHOLESALE UNIT TRUST GL INFRASTRUCTURE F	34.768		34.768
**D AMP CAPITAL GLOBAL LISTED INFRASTR. FD	14.000		14.000
**D AFS GLOBAL LISTED INFRASTRUCTURE FUND 1	21.866		21.866
**D FCP CIC EURO OPPORTUNITIES	2.704		2.704
**D JPMORGAN FUNDS EUROPEAN BANK AND BC	29.455		29.455
**D VANGUARD INVESTMENT SERIES, PLC	15.165		15.165
**D BUREAU OF LABOR FUNDS - LABOR RETIREMENT FUND	1.467		1.467
**D SSTSAL AFF THE ISSS - GLOBAL LISTED INFRASTRUCTURE SECTOR TRUST	866		866
**D VANGUARD INTERNATIONAL SMALL COMPANIES 1	35.700		35.700
**D OPTIMIX WHOLESALE GLOBAL SMALLER CO	3.304		3.304
**D BLACKROCK GLOBAL SMALL CAP FUND	26.195		26.195
**D STATE OF CALIFORNIA MASTER TRUST	457		457
**D TEACHERS RETIREMENT SYSTEM OF OKLAHOMA	81.594		81.594
**D WYCKING RETIREMENT SYSTEM	5.974		5.974
**D JNL/BLACKROCK GLOBAL ALLOCATION FUND	1.366		1.366
**D PUBLIC EMPLOYERS RETIREMENT SYSTEM OF OH	114.483		114.483
**D REXAM PENSION PLAN	61.162		61.162
**D VANGUARD TOTAL INTERNATIONAL STOCK INDEX	6.980		6.980
**D VANGUARD INTERNATIONAL EXPLORER FUND	17.162		17.162
**D GOVERNMENT SUPERANNUATION FUND	231		231
**D GOLDMAN SACHS TRUST- GOLDMAN SACHS INTER	16.136		16.136
**D FLEXSHARES MORNINGSTAR DEVELOPED MARKETS EX-US FACTOR TILT INDEX FUND	12.863		12.863
**D ROCHE DIAGNOSTICS CORPORATION CASH ACCUM	40.200		40.200
**D PERRESS INSURANCE COMPANY	13.587		13.587
**D SUN LIFE SENTRY INFRASTRUCTURE FUND	6.093		6.093
**D SUN LIFE SENTRY GLOBAL MID CAP FUND	178.575		178.575
**D GOLDMAN SACHS GLOBAL SMALL COMPANIES	17.067		17.067
**D BROCKERS GLOBAL INFRASTRUCTURE SECURIT	221.249		221.249
**D FRANKLIN TEMPLETON INVESTMENT FUNDS	41.309		41.309
**D WESTMINSTER ARTEMIS GLOBAL INCOME FUND	1.294.176		1.294.176
**D BANK AL			
**D BLACKROCK GLOBAL ALLOCATION FUND, INC			

Pagina 4

5 DE* delega alla persona fisica sopra indicata con il numero della scheda magnetica
 219 **D delega alla persona fisica sopra indicata con il numero della scheda magnetica (votazione effettuata alla postazione assistita)
 RL* rappresentanza legale alla persona fisica sopra indicata con il numero della scheda magnetica
 D** Delega al rappresentante designat
 RA* rappresentante designat

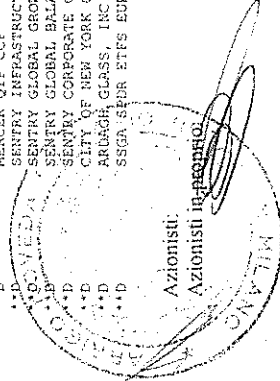


LISTA ESITO DELLE VOTAZIONE

Oggetto: Aumento capitale sociale a pagamento

FAVOREVOLI

Cognome	Tot. Voti	Proprio	Delega
BLACKROCK GLOBAL ALLOCATION P ORTFOLIO OF BL.SERIES FUND INC	5.996		5.996
BLACKROCK GLOBAL ALL V.I. FUNDOF BL VAR SERIES FUND INC	221.798		221.798
BLACKROCK GLOBAL ALLOCATION FUND (AUST)	23.014		23.014
MASNMUTUAL SELECT GLOBAL ALLOCATION FUND	15.770		15.770
TRUST AND CUSTODY SERVICES BANK LTD	107.217		107.217
ACBERSTEIN SICAV	8.761		8.761
SHIMKO GLOBAL INFRASTRUCTURE EQUITY FUND OF SHI GLOB TRUST	33.824		33.824
AXA INVESTMENT MANAGERS PARIS	50.000		50.000
ARROWSTREET GLOBAL EQUITY ALPHA EXTENSION FUND, A SUB-FUND OF ARROWSTREET US GROUP TRUST	12.775		12.775
BROOKFIELD GLOBAL LIST INFRASTRUCTURE MASTER FUND LP	28.224		28.224
ARROWSTREET GLOBAL ALPHA EXTN FUND I	7.698		7.698
ARROWSTREET CAPITAL GLOBAL EQUITY ALPHA EXTENSION FUND LIMITED	2.271		2.271
ARROWSTREET GLOBAL MINIMUM VOLATILITY FUND VI	15.064		15.064
ARROWSTREET ERF ALPHA EXTENSION FUND II	4.876		4.876
COLONIAL FIRST STATE INVESTMENT LTD	32.792		32.792
VICTORY ALL COUNTRY EX US SMALL CAP COLLECTIVE FUND	2.891		2.891
GOVERNMENT OF NORWAY	365.100		365.100
THREADEEDLE INVESTMENT FUNDS ICVC PAN EUROPEAN SMALLER COMPANIES FUND	374.027		374.027
THREADEEDLE INVESTMENT FUNDS ICVC EUROPEAN SMALLER COMPANIES FUND	394.121		394.121
THREADEEDLE (LUX)	55.441		55.441
FOXHAVEN MASTER FUND LP	1.775		1.775
FOXWAY L.P.	15.689		15.689
FORWARD GLOBAL INFRASTRUCTURE FUND	14.100		14.100
FOXHAVEN MASTER FUND LP	130.743		130.743
FOXWAY LP	33.982		33.982
THE LUCERNE CAPITAL OFFSHORE FUND LTD	77.631		77.631
THE LUCERNE CAPITAL FUND, LP	119.065		119.065
MYS LUCERNE FUND, LP CO THE CORPORATION TRUST CO CORPORATION TRUST CENTER	1		1
PM MANAGER FUND, LP CO THE CORPORATION TRUST CO CORPORATION TRUST CENTER	23.627		23.627
KORTRIGHT CAPITAL PARTNERS	163.962		163.962
LEGAL AND GENERAL ASSURANCE SOCIETY LIMITED	342		342
SCHWAB INTERNATIONAL SMALL-CAP EQUITY ETF	1.768		1.768
LABORERS DISTRICT COUNCIL & CONTRACTORS PENSION FUND OF OHIO	4.768		4.768
COHEN + STEERS INFRASTRUCTURE FUND, INC.	228.722		228.722
COHEN & STEERS GLOBAL INFRASTRUCTURE FUND, INC	34.766		34.766
COHEN & STEERS, INC	587		587
COHEN & STEERS REAL ASSETS FUND, INC	10.733		10.733
INTERNATIONAL MONETARY FUND	70		70
RUSSELL TRUST CO COMINGLED EMPLOYEE BENEFIT FUNDS TRUST	7.938		7.938
ARTISAN INTERNATIONAL SMALL CAP FUND	261.691		261.691
AUFINE GLOBAL DYNAMIC DIVIDEND FUND	33.641		33.641
ARROWSTREET MULTI-STRATEGY UNBRELLA PLC	14.000		14.000
FIDUCIE GLOB DES REGIMES DE RETR DE LA SOC TRANSPORT MONTREAL	27.164		27.164
CAISSE DE DEPOT ET PLACEMENT DU QUEBEC	22.945		22.945
PARANETRIC INTERNATIONAL EQUITY FUND	32.563		32.563
UAW RETIREE MEDICAL BENEFITS TRUST	915		915
PARAMETRIC GLOBAL SMALL-CAP FUND	1.630		1.630
RUSSELL INVESTMENT COMPANY RUSSELL GLOBAL INFRASTRUCTURE FUND	56		56
THE HARTFORD INTERNATIONAL SMALL COMPANY VP	34.328		34.328
TRANSAMERICA BLACKROCK GLOBAL ALLOCATION VP	36.130		36.130
RUSSELL GLOBAL LISTED INFRASTR FUND - (DOLLAR SIGN)A HEDGED	33.871		33.871
MARYLAND STATE RETIREMENT & PENSION SYSTEM	5.066		5.066
MERCER QIF CCF	551		551
SENTRY INFRASTRUCTURE FUND	74.737		74.737
SENTRY GLOBAL GROWTH AND INCOME FUND	244.800		244.800
SENTRY GLOBAL BALANCED INCOME FUND	168.000		168.000
SENTRY CORPORATE CLASS LTD.	59.900		59.900
CITY OF NEW YORK GROUP TRUST	33.111		33.111
ARADAG GLASS, INC. RETIREMENT INCOME PLAN TRUST	4.344		4.344
SSGA SRFR ETFs EUROPE II PUBLIC LIMITED COMPANY	6.636		6.636
	1.502		1.502

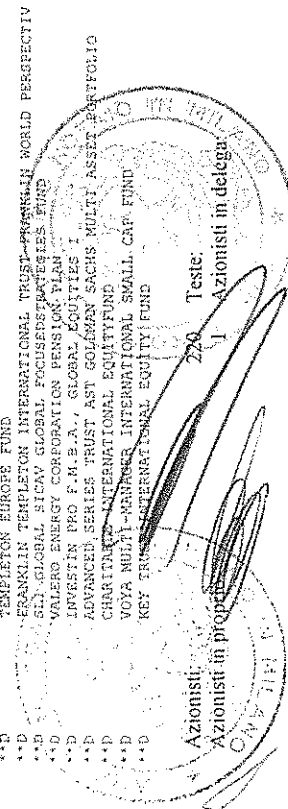


LISTA ESITO DELLE VOTAZIONE

Oggetto: Aumento capitale sociale a pagamento

FAVOREVOLI

Cognome	Tot. Voti	Proprio	Delega
California Public Employees Retirement System	52.675		
California State Teachers Retirement System	19.220		
University of Washington	2.142		
Wanderbilt University	23.928		
Valic Company II International Opportunities Fund	27.104		
The Wellington Tr Co Nat Ass Mult Com Europe Smaller Co PTF	491		
The Wellington Tr Co Nat Ass Mult Collective Inv F Trust II	21.854		
Washington State Investment Board	6.560		
PensionFonds Metral Off	8.657		
Lazard European Smaller Companies Fund	75.051		
SS BK and Trust Company Inv Funds For Taxemret Retirement Pl	28.757		
AXA World Funds	576.546		
BlackRock Strategic Funds	325.899		
UBS ETF	1.226		
ISHARES MSCI EAFE Small Cap ETF	24.629		
ISHARES DEVELOPED SMALL-CAP EX NORTH AMERICA ETF	576		
BLACKROCK INST TRUST CO NA INV FUNDSPOR EMPLOYEE BENEFIT TR	116.194		
ISHARES CORE MSCI EAFE ETF	3.903		
ISHARES CORE MSCI TOTAL INTERNATIONAL STOCK ETF	1.487		
CONNECTICUT GENERAL LIFE Insurance Company	72		
BGI MSCI EAFE Small Cap Equity Index Fund B	6.016		
BGI MSCI EMU IMI Index Fund B	33		
Lazard International Small Cap Equity PTF	15.937		
LEW 401K PLUS PLAN	4.955		
OREGON PUBLIC EMPLOYEES RETIREMENT SYSTEM	24.908		
STATE OF ALASKA RETIREMENT AND BENEFITS PLANS	516		
COLLEGE RETIREMENT EQUITIES FUND	861		
CITY OF EDMONTON EQUITY UNIT TRUST	16.222		
SPDR S&P INTERNATIONAL SMALL CAP ETF	17.043		
SAINT-GOBAIN CORPORATION DEFINED BENEFIT MASTER TRUST	17.230		
The Wellington Tr Co Nat Ass Mult Com Int Small Cap Opport	16.631		
MSCI EAFE Small Cap Prov Index Sec Common Tr F	3.317		
ISHARES VII PLC	17.573		
QIERS ADMINISTRATION CORPORATION	400		
NTGI-QM COMMON DAILY ALL COUNWD EX-US INV MKT INDEX F HOWLEND	865		
LOCKHEED MARTIN CORPORATION MASTER RETIREMENT TRUST	20.185		
NATIONAL COUNCIL FOR SOCIAL SECURITY FUND, P.A.C	1.481		
FORD MOTOR COMPANY DEFINED BENEFIT MASTER TRUST	19		
NORTHERN TRUST GLOBAL INVESTMENTS COLLECTIVE FUNDS TRUST	13.317		
LOS ANGELES CITY EMPLOYEES RETIREMENT SYSTEM	1.022		
CITY OF LOS ANGELES FIRE AND POLICE PENSION PLAN	2.938		
UTAH STATE RETIREMENT SYSTEMS	361		
FORD MOTOR COMPANY OF CANADA, LIMITED PENSION TRUST	113		
WHEELS COMMON INVESTMENT FUND	648		
STICHTING PENSIONFONDS APF	382		
PUBLIC EMPLOYEES RETIREMENT ASSOCIATION OF COLORADO	2.854		
MUNICIPAL EMPLOYEES' ANNUITY AND BENEFIT FUND OF CHICAGO	1.900		
ABU DHABI RETIREMENT PENSIONS AND BENEFITS FUND	2.892		
EURIZONCAPITAL SGR S.P.A. - EURIZON AZIONI ITALIA	58.075		
EURIZONCAPITAL SGR S.P.A. - EURIZON AZIONI PMI ITALIA	70.780		
MERCK OSS TRUST	893		
BLACKROCK GLOBAL FUNDS	572.435		
TEMPLETON EUROPE FUND	15.644		
FRANKLIN TEMPLETON INTERNATIONAL TRUST-FRANKLIN WORLD PERSPECTIV	1.315		
SLI GLOBAL SICAV GLOBAL FOCUSSTRATEGIES FUND	1.315		
VALERO ENERGY CORPORATION PENSION PLAN	3.840		
INVESTIN PRO F.M.B.A., GLOBAL EQUITIES I	13.696		
ADVANCED SERIES TRUST AST GOLDMAN SACHS MULTI ASSET PORTFOLIO	1.211		
CHARITABLE INTERNATIONAL EQUITYFUND	87		
VOYA MULTI-MENNER INTERNATIONAL SMALL CAP FUND	1.325		
KEY TRUST INTERNATIONAL EQUITY FUND	11.876		
	650		



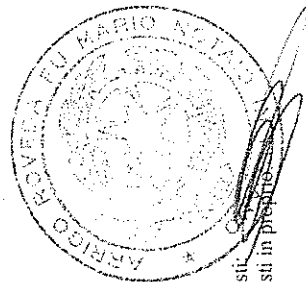
Assemblea Straordinaria del 27 marzo 2015

LISTA ESITO DELLE VOTAZIONE
Oggetto: Aumento capitale sociale a pagamento

FAVOREVOLI

Cognome	Tot. Voti	Proprio	Delega
**D LOMBARD ODER FUNDS	110.000		110.000
**D FCP PORTFOLIO MICROCAPS EUROPE	14.247		14.247
**D AA FORTIS ACTIONS PETIT CAP EUROPE	25.946		25.946
**D I.P.C. ACTIONS	32.000		32.000
**D RUSSELL CANADIAN EQUITY POOL	9.594		9.594
**D ALASKA PERMANENT FUND CORPORATION	14.210		14.210
**D AZL BLACKROCK GLOBAL ALLOCATIONFUND	4.569		4.569
**D GOTHIC RSP CORPORATION	18.768		18.768
**D GOTHIC CORPORATION	51.076		51.076
**D BNY MELLON EMPLOYEE BENEFIT COLLECTIVE INVESTMENT FUND PLAN	81		81
**D ENSIGN PEAK ADVISORS INC.	25.606		25.606
**D EATON VANCE CORPORATION	146		146
**D TELUS FOREIGN EQUITY ACTIVE BETA MASTER POOL	2.233		2.233
**D THE DUKE ENDOWMENT	21.682		21.682
**D LIBERTY MUTUAL RETIREMENT PLAN MASTER TRUST	10.662		10.662
**D MAKENA CAPITAL HOLDINGS M L.P.	19.689		19.689
**D BELL ATLANTIC MASTER TRUST	34.310		34.310
**D EXPRESS SCRIPTS, INC. 401 (K) PLAN	163		163
**D PENSION RESERVES INVESTMENT TRUST FUND	1		1
**D INDIANA PUBLIC EMPLOYEES RETIREMENT FUND	30		30
**D RAYTHEON MASTER PENSION TRUST	6.369		6.369
**D RIFL-RUSSELL GLOBAL LISTED INFRASTRUCTURE FUND	7.390		7.390
**D SENERA ENERGY PENSION MASTER TRUST	336		336
**D TRUST FUND ADVISORS INTERNATIONAL GROUP	575		575
**D TELUS FOREIGN EQUITY ACTIVE ALPHA POOL	5.111		5.111
**D UMC BENEFIT BOARD, INC.	108		108
**D VIRGINIA RETIREMENT SYSTEM	2.261		2.261
**D WELLPOINT MASTER TRUST	1		1
**D RENAISSANCE GLOBAL SMALL-CAP FUND	765		765
**D STITCHING PENSIONFONDS HORECA & CATERING	970		970
**D MINISTER FOR FINANCE (USIF MANAGED AND CONTROLLED BY NTXA)	1.513		1.513
**D CF DV ACWI EX-U.S. IMI FUND	228		228
**D GOTHIC GRP LLC	11.449		11.449
**D ROGERSCASEY TARGET SOLUTIONS LLC.	2.501		2.501
**D ULLICO DIVERSIFIED INTERNATIONAL EQUITY	5.998		5.998
**D ULLICO INTERNATIONAL SMALL CAP FUND	7.469		7.469
**D STG PFDS V.D. GRAFISCHE	2.545		2.545
**D ALBANO ARTURO	641.395		641.395
DE* AMBER SOUTHERN EUROPEAN EQUITY LTD			
DE* HARTORELLI GIORGIO			
DE* ALPHA UCITS SICAV	128.993		128.993

Totale voti 22.593.678
Percentuale votanti % 99,994357
Percentuale Capitale % 79,942596



Azionisti: 220 Teste: 1
Azionisti in presenza: 1 Azionisti in delega:

Pagina 7
S DE* delega alla persona fisica sopra indicata con il numero della scheda magnetica
219 **D delega alla persona fisica sopra indicata con il numero della scheda magnetica (votazione effettuata alla postazione assistita)
RL* rappresentanza legale alla persona fisica sopra indicata con il numero della scheda magnetica
RA rappresentante designato D** Delega al rappresentante designato

La presente copia composta di n. 163
facciate è conforme all'originale
regolarmente firmato e si rilascia oggi.
Milano li, 30 marzo 2015



