

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

**Agli Azionisti di
GABETTI PROPERTY SOLUTIONS S.p.A.**

1. MOTIVO E OGGETTO DELL'INCARICO

In relazione alla delega conferita dall'Assemblea degli Azionisti del 14 marzo 2012 di Gabetti Property Solutions S.p.A. (nel seguito anche "Gabetti" o la "Società") al Consiglio di Amministrazione ai sensi dell'art. 2443 del Codice Civile avente ad oggetto la facoltà di aumentare il capitale sociale a pagamento e in via scindibile, in una o più volte, entro il periodo di un anno dalla data della deliberazione, mediante emissione di azioni ordinarie di Gabetti Property Solutions S.p.A. aventi le stesse caratteristiche di quelle in circolazione, da offrire in opzione agli aventi diritto e/o con esclusione e limitazione del diritto di opzione ai sensi dell'art. 2441, comma quinto, del Codice Civile e 158, comma primo, del D.Lgs. 24 febbraio 1998 n. 58 (nel seguito anche "TUIF"), abbiamo ricevuto la relazione degli amministratori della Società (di seguito anche gli "Amministratori") datata 9 luglio 2012 (nel seguito anche la "Relazione") che illustra e motiva la proposta relativa all'aumento del capitale sociale con esclusione del diritto di opzione, da riservarsi a Marcegaglia S.p.A. (direttamente o a persone giuridiche dalla stessa controllate o a persone giuridiche controllanti la stessa) e ad Acosta S.r.l. (direttamente o a persone giuridiche dalla stessa controllate o a persone giuridiche controllanti la stessa), nonché i criteri adottati dal Consiglio di Amministrazione per la determinazione del prezzo di emissione delle nuove azioni.

La Relazione ha per oggetto un'operazione di aumento del capitale sociale per un importo massimo, comprensivo di eventuale sovrapprezzo, di Euro 26.000.000,00 (nel seguito anche l'"Aumento di Capitale Riservato"), da perfezionarsi mediante l'emissione di n. 507.812.500 nuove azioni ordinarie, prive di valore nominale espresso, aventi le stesse caratteristiche di quelle in circolazione (da emettersi con godimento regolare), a un prezzo di emissione di Euro 0,0512 per azione, da riservarsi in sottoscrizione esclusivamente a Marcegaglia S.p.A. (direttamente o a persone giuridiche dalla stessa controllate o a persone giuridiche controllanti la stessa) e ad Acosta S.r.l. (direttamente o a persone giuridiche dalla stessa controllate o a persone giuridiche controllanti la stessa). Tale aumento verrà effettuato con esclusione del diritto di opzione spettante agli azionisti ai sensi dell'art. 2441, comma quinto, del Codice Civile, al fine di consentire la sottoscrizione in via riservata delle azioni di nuova emissione da parte di Marcegaglia S.p.A. (direttamente o a persone giuridiche dalla stessa controllate o a

persone giuridiche controllanti la stessa) e ad Acosta S.r.l. (direttamente o a persone giuridiche dalla stessa controllate o a persone giuridiche controllanti la stessa). Il suddetto aumento del capitale sociale, in forza della delega conferita dall'Assemblea Straordinaria degli Azionisti tenutasi in data 14 marzo 2012, sarà deliberato dai medesimi Amministratori nel corso della riunione del Consiglio di Amministrazione prevista per il 31 luglio 2012.

Nella nostra qualità di società incaricata della revisione contabile del bilancio d'esercizio di Gabetti e del bilancio consolidato del Gruppo Gabetti, siamo stati richiesti dal Consiglio di Amministrazione della Società di esprimere, ai sensi del combinato disposto dell'art. 2441, comma quinto e sesto, del Codice Civile e dell'art. 158, comma primo, del TUIF, il nostro parere sull'adeguatezza del criterio proposto dagli Amministratori ai fini della determinazione del prezzo di emissione delle citate azioni ordinarie di nuova emissione e sulla sua corretta applicazione.

2. SINTESI DELL'OPERAZIONE

Come indicato dagli Amministratori nella Relazione, il predetto aumento di capitale sociale si inserisce nell'ambito del progetto di risanamento patrimoniale, economico e finanziario della Gabetti Property Solutions S.p.A. e delle società da questa direttamente o indirettamente controllate (il "Gruppo Gabetti" o il "Gruppo") riflesso nel piano strategico 2012-2015 approvato dal Consiglio di Amministrazione della Società in data 7 febbraio 2012. Tale piano, asseverato in data 8 febbraio 2012 ai sensi dell'articolo 67, comma 3, lettera d), del R.D. 16 marzo 1942, n. 267 e successive modificazioni dai Dottori Paolo Bonamini e Massimiliano Bonamini, prevede in sintesi:

- la semplificazione della struttura societaria del Gruppo;
- la separazione delle società che svolgono l'attività di gestione e vendita del portafoglio immobiliare (la "Business Unit Investment") dalle società che svolgono l'attività *core* del Gruppo di intermediazione immobiliare ("Agency"), ivi inclusa l'attività di *franchising* immobiliare e dell'attività di erogazione di servizi tecnici a supporto degli operatori del settore immobiliare (la "Business Unit Servizi"), funzionale alla successiva dismissione delle prime;
- un aumento di capitale sociale a pagamento per un importo complessivo di Euro 32 milioni.

In particolare, il progetto di risanamento del Gruppo Gabetti è alla base di un accordo in corso di definizione con gli istituti di credito (nel seguito anche "l'Accordo di Risanamento"), che prevede sostanzialmente quanto segue:

- la separazione e la dismissione della Business Unit Investment;
- il consolidamento del debito per gli interessi maturati al 30 settembre 2011 e postergati ai sensi del precedente accordo modificativo di accordo di ristrutturazione dei debiti sottoscritto con gli istituti di credito in data 13 settembre 2010;
- la rimodulazione delle scadenze del debito finanziario chirografario consolidato (inclusi gli interessi postergati di cui al punto precedente) al 31 dicembre 2018, prevedendo un *decalage* dello stesso in linea con l'evoluzione dei flussi di cassa previsti dal piano strategico 2012-2015;
- il mantenimento dei tassi di interesse sull'indebitamento finanziario consolidato in linea con il precedente accordo modificativo di accordo di ristrutturazione dei debiti;
- un aumento di capitale sociale a pagamento per un importo di complessivi Euro 32 milioni;

- la destinazione di parte (Euro 6 milioni) dei proventi derivanti dall'aumento di capitale alle attività oggetto di dismissione;
- il rilascio di una garanzia di Euro 8 milioni da parte di Gabetti Property Solutions S.p.A. ai creditori bancari della Business Unit Investment;
- la modifica dei *covenants* previsti dal precedente accordo modificativo di accordo di ristrutturazione dei debiti e la posticipazione della loro verifica con riferimento al bilancio consolidato che chiuderà al 31 dicembre 2013.

Gli Amministratori indicano nella Relazione di prevedere che la formalizzazione e la sottoscrizione degli articolati contrattuali sottostanti l'Accordo di Risanamento con gli istituti di credito possa avvenire entro la fine del mese di luglio 2012. Al riguardo, gli Amministratori ricordano che in data 27 aprile 2012 la Società ha ricevuto comunicazione che banche finanziatrici che rappresentano oltre l'85% dell'esposizione debitoria del Gruppo Gabetti hanno confermato l'orientamento positivo sul progetto di risanamento, rimanendo impregiudicata l'approvazione dei rispettivi competenti organi deliberanti.

Ad esito delle negoziazioni con gli istituti di credito per la definizione del sopra citato accordo è previsto il mantenimento all'interno del Gruppo della linea "Altri Business" relativa all'attività di gestione e recupero del portafoglio crediti per mutui erogati fino al 1997 (*Non Performing Loans*), originariamente prevista in dismissione. In particolare, una parte dei crediti chirografari vantati dagli istituti di credito nei confronti della Business Unit Servizi (pari a Euro 11,9 milioni) verrà integralmente allocata alla linea "Altri Business" e verrà rimborsata con i proventi netti derivanti dall'attività di gestione e recupero dei *Non Performing Loans*. In caso di perdite consuntivate dalla linea "Altri Business", è previsto che tale parte di crediti chirografari venga convertita dagli istituti di credito, per un importo corrispondente alle perdite registrate, in capitale della Gabetti Property Solutions S.p.A., consentendo in tal modo di neutralizzare l'effetto di eventuali perdite sul patrimonio netto della Società e del Gruppo.

Su tali basi, in data 9 luglio 2012 il Consiglio di Amministrazione della Società ha approvato il nuovo piano strategico 2012-2015 del Gruppo Gabetti, aggiornato per tener conto del mantenimento della linea "Altri Business" secondo le modalità sopra indicate (nel seguito anche il "Piano Strategico" o il "Piano"). Detto aggiornamento non ha peraltro determinato sostanziali variazioni rispetto al piano approvato in data 7 febbraio 2012. Il Piano Strategico è stato oggetto di asseverazione, ai sensi dell'articolo 67, comma 3, lettera d), del R.D. 16 marzo 1942, n. 267 e successive modificazioni, da parte dei Dottori Paolo Bonamini e Massimiliano Bonamini in data 10 luglio 2012.

Con riferimento alla proposta di delibera di aumento di capitale sociale a pagamento e in via scindibile, per un importo complessivo, comprensivo di eventuale sovrapprezzo, di Euro 26.000.000,00, con esclusione del diritto di opzione ai sensi dell'art. 2441, comma 5, del Codice Civile, gli Amministratori evidenziano che in data 6 aprile 2012 il Consiglio di Amministrazione di Gabetti Property Solutions S.p.A. ha ricevuto un'offerta vincolante da parte di Marcegaglia S.p.A. e di Acosta S.r.l., già soci di Gabetti Property Solutions S.p.A. con una partecipazione rispettivamente pari al 14,18% e al 20,00% del capitale sociale rappresentato da azioni con diritto di voto. In particolare, Marcegaglia S.p.A. e Acosta S.r.l. (direttamente o tramite persone giuridiche da loro congiuntamente controllate) per sé o, per una parte minoritaria, per soggetti terzi che le stesse si riservano di nominare (nel seguito anche gli "Investitori") hanno presentato un'offerta che prevede in sintesi:

- l'impegno degli Investitori a sottoscrivere e liberare l'aumento di capitale della Società con esclusione e/o limitazione del diritto di opzione, mediante versamento di una somma complessivamente pari a Euro 26.000.000,00;

- l'impegno degli Investitori a garantire e/o a far sì che altri soggetti dagli stessi indicati garantiscano la sottoscrizione e la liberazione della porzione dell'aumento di capitale che sarà offerto al mercato per un controvalore in ogni caso non superiore a Euro 6.000.000,00;
- l'acquisto, secondo i termini dell'offerta, da parte di Marcegaglia e Giordano (direttamente o indirettamente, anche per mezzo di uno o più veicoli) e di eventuali soggetti terzi comunque di minoranza, dell'intera partecipazione nel capitale sociale del veicolo che controllerà la Business Unit Investment, a un prezzo in ogni caso non superiore a Euro 120.000,00.

L'efficacia degli impegni assunti dagli Investitori è in ogni caso subordinata, tra l'altro, al verificarsi delle seguenti condizioni sospensive:

- alla condivisione e accettazione da parte degli istituti di credito della struttura e dei termini dell'operazione di riorganizzazione societaria e di ristrutturazione finanziaria del Gruppo Gabetti come precedentemente illustrata;
- alla sottoscrizione dell'Accordo di Risanamento come sopra descritto;
- all'assenza di un obbligo per gli Investitori di procedere, a seguito dell'esecuzione dell'operazione, a una offerta pubblica di acquisto sulle azioni della Società.

Il Consiglio di Amministrazione, in forza e nell'ambito della delega ex art. 2443 del Codice Civile conferitagli dall'Assemblea Straordinaria degli Azionisti in data 14 marzo 2012, considerata la situazione economico, patrimoniale e finanziaria della Società e del Gruppo Gabetti, alla luce dell'offerta vincolante degli Investitori del 6 aprile 2012, tenuto conto dell'accettazione di tale offerta da parte del Consiglio stesso in data 9 luglio 2012, ottenuto il parere favorevole del Comitato per le operazioni con parti correlate in data 6 luglio 2012, intende deliberare:

- di aumentare il capitale sociale a pagamento e in via scindibile, per un importo massimo, comprensivo di eventuale sovrapprezzo, di Euro 26.000.000,00, con esclusione del diritto di opzione ai sensi dell'art. 2441, comma 5, del Codice civile, mediante emissione di complessive n. 507.812.500 nuove azioni ordinarie, prive di valore nominale espresso, aventi le stesse caratteristiche di quelle in circolazione (da emettersi con godimento regolare), a un prezzo di emissione di Euro 0,0512 per azione, da riservare in sottoscrizione esclusivamente a Marcegaglia S.p.A. (direttamente o a persone giuridiche dalla stessa controllate o a persone giuridiche controllanti la stessa) e ad Acosta S.r.l. (direttamente o a persone giuridiche dalla stessa controllate o a persone giuridiche controllanti la stessa);
- di aumentare il capitale sociale a pagamento e in via scindibile, per un importo massimo, comprensivo di eventuale sovrapprezzo, di Euro 6.000.000,00, da offrire in opzione agli azionisti ai sensi dell'art. 2441, comma 1, del Codice civile, mediante emissione di azioni ordinarie, prive di valore nominale espresso, aventi le stesse caratteristiche di quelle in circolazione (da emettersi con godimento regolare), interamente garantito dagli Investitori (direttamente o da persone giuridiche dagli stessi controllate o da persone giuridiche controllanti gli stessi) e/o da altri soggetti dagli stessi indicati (in prosieguo l'"Aumento di Capitale in Opzione"). I termini e le condizioni di tale aumento di capitale saranno stabiliti dal Consiglio di Amministrazione in apposita riunione.

Con riferimento agli aumenti di capitale di cui sopra, gli Amministratori precisano che, qualora alla data delle rispettive delibere del Consiglio di Amministrazione non risulti ancora sottoscritto con gli istituti di credito l'Accordo di Risanamento del Gruppo Gabetti sulla base del nuovo Piano Strategico, il Consiglio di Amministrazione provvederà a deliberare gli aumenti di capitale sociale, dando in ogni caso espresso mandato ad uno o più dei propri componenti per procedere alle relative esecuzioni solo a condizione che intervenga la sottoscrizione con le banche dell'Accordo di Risanamento, di guisa che non si darà corso né all'offerta in opzione agli azionisti né all'offerta in sottoscrizione delle azioni ai sopra citati beneficiari dell'Aumento di Capitale Riservato prima che intervenga la sottoscrizione con gli istituti finanziatori dell'Accordo di Risanamento del Gruppo.

L'Aumento di Capitale Riservato è volto alla realizzazione delle misure previste nel Piano Strategico e costituisce una delle azioni cardine per il risanamento patrimoniale e finanziario della Gabetti Property Solutions S.p.A. e del Gruppo Gabetti.

In particolare, per quanto riguarda la situazione patrimoniale della Società, gli Amministratori ricordano nella Relazione che in data 15 maggio 2012 il Consiglio di Amministrazione ha approvato la situazione patrimoniale al 31 marzo 2012 dalla quale risulta che il patrimonio netto ammonta a Euro 3.749.370,13, inclusivo del versamento in conto futuro determinato aumento di capitale sociale effettuato in data 7 febbraio 2012 da Marcegaglia S.p.A. e da Acosta S.r.l. per l'importo di Euro 3.500.000,00 milioni cadauno, per complessivi Euro 7.000.000,00. Essendo tale versamento effettuato in relazione al futuro determinato aumento di capitale sociale di Euro 32.000.000,00, non è possibile il suo utilizzo per la copertura delle perdite accumulate al 31 marzo 2012, ricorrendo pertanto a tale data la fattispecie di cui all'art. 2447 del Codice Civile. Su tali basi, in data 12 giugno 2012 il Consiglio di Amministrazione ha deliberato di convocare l'Assemblea degli Azionisti per il giorno 14 settembre 2012, in prima convocazione e, occorrendo, per il giorno 5 ottobre 2012, in seconda convocazione, con il seguente ordine del giorno: "Provvedimenti ai sensi dell'art. 2447 del Codice Civile. Deliberazioni inerenti e conseguenti". Le determinazioni assunte dal Consiglio di Amministrazione con riguardo alla convocazione dell'assemblea chiamata ad assumere i provvedimenti richiesti dall'art. 2447 del Codice Civile si giustificano, come già indicato, ricordando che allo stato è in via di definizione l'Accordo di Risanamento del Gruppo Gabetti che prevede, tra l'altro, un aumento di capitale sociale a pagamento di complessivi Euro 32.000.000,00. L'assunzione dei provvedimenti necessari per rimuovere le perdite registrate richiede quindi la conclusione delle negoziazioni in corso, pur nel rispetto dei termini previsti dalla legge.

L'aumento di capitale sociale a pagamento per un importo complessivo di Euro 32 milioni consente a Gabetti Property Solutions S.p.A. di far venir meno i presupposti di cui all'art. 2447 del Codice Civile e di disporre altresì di liquidità immediata per garantire il presupposto della continuità aziendale.

Alla luce delle considerazioni sopra esposte, gli Amministratori indicano di ritenere che l'Aumento di Capitale Riservato sia lo strumento più corretto per l'attuazione del Piano Strategico e per la ripatrimonializzazione della Società. Gli Amministratori stessi ritengono inoltre che la decisione di deliberare l'Aumento di Capitale Riservato sia pienamente nell'interesse della Società e sia conforme alle deliberazioni assunte dall'Assemblea Straordinaria dei soci del 14 marzo 2012 che ha attribuito al Consiglio di Amministrazione, ai sensi dell'art. 2443 del Codice Civile, la facoltà di aumentare il capitale sociale a pagamento e in via scindibile, in una o più volte, entro il periodo di un anno dalla data della deliberazione,

mediante emissione di azioni ordinarie aventi le stesse caratteristiche di quelle in circolazione, da offrire in opzione a favore degli aventi diritto e/o, in tutto o in parte, con esclusione e/o limitazione del diritto di opzione ai sensi dell'art. 2441, comma 5, del Codice Civile, per un importo massimo, comprensivo di eventuale sovrapprezzo, di Euro 32.000.000,00, fatta avvertenza che, ove emesse con esclusione e/o limitazione del diritto di opzione ai sensi dell'art. 2441, comma 5, del Codice Civile, le azioni dovranno essere offerte ad investitori italiani o esteri, anche già soci, finanziari o industriali, dotati di consolidata esperienza nazionale e/o internazionale.

3. NATURA E PORTATA DELLA PRESENTE RELAZIONE

La presente relazione, emessa ai sensi dell'art. 2441, sesto comma, del Codice Civile e dell'art. 158, primo comma, del TUIF, ha la finalità di fornire agli azionisti esclusi dal diritto di opzione nell'interesse della Società, ai sensi del quinto comma dell'art. 2441 del Codice Civile, idonee informazioni in ordine alla metodologia adottata dagli Amministratori per la determinazione del prezzo di emissione delle nuove azioni ordinarie ai fini dell'Aumento di Capitale Riservato. In considerazione delle caratteristiche dell'operazione sopra delineate, così come illustrate nella Relazione degli Amministratori, il nostro parere viene espresso sull'adeguatezza, nelle circostanze, del criterio individuato dal Consiglio di Amministrazione ai fini della determinazione del prezzo di emissione delle nuove azioni ordinarie.

La presente relazione indica pertanto il metodo seguito dagli Amministratori per la determinazione del prezzo di emissione delle nuove azioni ordinarie e le eventuali difficoltà di valutazione dagli stessi incontrate; essa contiene inoltre le nostre considerazioni sull'adeguatezza nelle circostanze di tale metodo sotto il profilo della sua ragionevolezza e non arbitrarietà.

Nell'esaminare il metodo di valutazione adottato dagli Amministratori per la determinazione del prezzo di emissione delle nuove azioni ordinarie non abbiamo effettuato una valutazione economica della Società. Tale valutazione è stata svolta esclusivamente dagli Amministratori.

Esula dalla presente relazione (che è finalizzata a fornire agli azionisti esclusi dal diritto di opzione informazioni in ordine al criterio adottato dagli Amministratori per la determinazione del prezzo delle nuove azioni) qualsivoglia considerazione in ordine ai profili di opportunità e/o convenienza per gli azionisti di Gabetti dell'operazione di Aumento di Capitale Riservato.

4. DOCUMENTAZIONE UTILIZZATA

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

- verbale della riunione del Consiglio di Amministrazione di Gabetti Property Solutions S.p.A. del 6 marzo 2012, che contiene la relazione illustrativa relativa all'ipotesi del criterio di determinazione del prezzo di emissione delle nuove azioni ordinarie al servizio dell'aumento di capitale riservato;

- verbale dell'Assemblea Straordinaria degli Azionisti tenutasi in seconda convocazione in data 14 marzo 2012, che ha deliberato in merito alla proposta di attribuzione di delega al Consiglio di Amministrazione, ai sensi dell'art. 2443 del Codice Civile;
- verbale relativo all'adunanza consiliare del 9 luglio 2012, in occasione della quale il Consiglio di Amministrazione, nell'ambito della predetta delega ai sensi dell'art. 2443 del Codice Civile, ha approvato la relazione illustrativa degli Amministratori, predisposta ai sensi dell'art. 2441, comma sesto, del Codice Civile, che illustra le ragioni dell'esclusione del diritto di opzione e i criteri finali fissati per la determinazione del prezzo di emissione delle nuove azioni ordinarie;
- statuto vigente di Gabetti Property Solutions S.p.A., per le finalità di cui al presente lavoro;
- comunicati stampa del 7 febbraio 2012, dell'8 febbraio 2012, del 14 marzo 2012, del 6 aprile, 2012, del 20 aprile 2012, del 15 maggio 2012, dell'8 giugno 2012, del 29 giugno 2012, del 9 luglio 2012 e del 10 luglio 2012, riguardanti l'operazione oggetto della presente relazione;
- piano strategico 2012-2015, approvato dal Consiglio di Amministrazione della Società in data 7 febbraio 2012;
- asseverazione delle attestazioni relative al piano strategico 2012-2015 da parte dei Dottori Paolo Bonamini e Massimiliano Bonamini datata 8 febbraio 2012;
- nuovo piano strategico 2012-2015, aggiornato per tenere conto del mantenimento nell'ambito del Gruppo della linea "Altri Business", approvato dal Consiglio di Amministrazione in data 9 luglio 2012;
- asseverazione delle attestazioni relative al nuovo piano strategico 2012-2015 da parte dei Dottori Paolo Bonamini e Massimiliano Bonamini datata 10 luglio 2012;
- bilanci separato e consolidato di Gabetti Property Solutions S.p.A. al 31 dicembre 2011 e le relative relazioni di revisione da noi rilasciate in data 28 aprile 2012 e contenenti, tra l'altro, un richiamo di informativa in ordine all'esistenza di "*significativi fattori di incertezza che possono far sorgere dubbi significativi sulla capacità del Gruppo di continuare la propria operatività per un prevedibile futuro*";
- relazione trimestrale consolidata al 31 marzo 2012 del Gruppo Gabetti, non assoggettata a revisione contabile;
- offerta vincolante degli Investitori presentata in data 6 aprile e successive proroghe fino al 10 luglio 2012;
- parere favorevole del Comitato per le operazioni con parti correlate del 6 luglio 2012;
- documentazione di dettaglio relativa ai criteri ed alle modalità di determinazione del prezzo di emissione delle nuove azioni Gabetti utilizzati dagli Amministratori per l'operazione in esame;

- andamento dei corsi borsistici del titolo Gabetti, ottenuto attraverso banche dati specializzate;
- dettagli e prospetti elaborati dagli Amministratori, nonché elementi emersi dalle discussioni con gli stessi;
- elementi contabili, extracontabili e di tipo statistico, nonché ogni altra informazione ritenuta utile all'espletamento del nostro incarico.

Abbiamo inoltre ottenuto specifica ed espressa attestazione che per quanto a conoscenza degli Amministratori di Gabetti non sono intervenute variazioni rilevanti, né fatti e circostanze che rendano opportune modifiche significative alle assunzioni sottostanti alle elaborazioni dei suddetti piani strategici, ai dati e alle informazioni prese in considerazione nello svolgimento delle nostre analisi e/o che potrebbero avere impatti significativi sulle valutazioni.

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

Nell'ambito dell'operazione in oggetto che, come già ricordato, si configura giuridicamente come un aumento di capitale con esclusione del diritto di opzione, nell'interesse della Società, ai sensi dell'art. 2441, quinto comma, del Codice Civile, l'Assemblea Straordinaria tenutasi in data 14 marzo 2012 ha conferito agli Amministratori la facoltà di deliberare l'Aumento di Capitale Riservato. Nell'ambito della medesima assemblea, i soci hanno conferito agli Amministratori la facoltà di deliberare l'Aumento di Capitale in Opzione. Tali delibere dovranno avvenire nel rispetto dei limiti indicati e della normativa vigente, il numero di azioni da emettere, il prezzo di emissione delle nuove azioni, comprensivo dell'eventuale sovrapprezzo, nonché le modalità, i termini, i tempi e le condizioni dell'aumento di capitale sociale.

Nella loro relazione del 9 luglio 2012, gli Amministratori hanno di fatto confermato l'ipotesi di criterio di determinazione del prezzo di emissione delle nuove azioni ordinarie deliberata dal Consiglio di Amministrazione, in via preliminare, in data 6 marzo 2012, definendolo sulla base della media ponderata delle risultanze che emergono dall'applicazione a) del metodo patrimoniale semplice (inteso nell'accezione di "somma delle parti") e b) dalla media ponderata delle quotazioni del titolo Gabetti Property Solutions riferita a un arco temporale di 6 mesi a far data dall'8 agosto 2011 fino alla data del 7 febbraio 2012.

In particolare, il Consiglio di Amministrazione, al fine di determinare il prezzo di emissione delle azioni ordinarie di nuova emissione, ha tenuto conto del disposto dell'articolo 2441, comma sesto, del Codice Civile, che prevede che il prezzo di emissione delle nuove azioni sia determinato in base al valore del patrimonio netto della Società, tenendo conto, per le azioni quotate in Borsa, anche dell'andamento delle quotazioni nell'ultimo semestre. Nella propria relazione, il Consiglio di Amministrazione evidenzia come il prezzo di emissione delle azioni nell'ambito delle operazioni di aumento di capitale con esclusione del diritto di opzione debba essere idoneo, in ossequio alla disciplina prevista all'art. 2441 comma sesto del Codice Civile, a:

- tutelare i soci che sono stati privati del diritto di opzione, stabilendo un prezzo che non comporti un effetto ingiustificatamente diluitivo del patrimonio netto per azione;

- dare possibilità agli Amministratori della Società di fissare un prezzo di emissione idoneo a raccogliere nuove risorse finanziarie al fine di garantire la continuità al Gruppo.

Con riferimento ai casi di aumento di capitale con esclusione del diritto d'opzione, gli Amministratori segnalano che all'interno della pubblicazione "Linee guida per le valutazioni economiche" (L. Guatri – Victor Uckmar, EGEA, Milano 2009) viene indicato che "*(...) sul piano della razionalità economica, la decisione della società emittente dovrebbe sempre implicare un giudizio di congruità, cioè il corretto bilanciamento fra le posizioni dei vecchi soci e dei nuovi entranti, e una valutazione di convenienza, legata ai vantaggi per la «creazione» di valore che l'aumento di capitale con speciali finalità comporta*"; inoltre "*(...) per sua natura un prezzo di emissione è sempre un prezzo di offerta ai potenziali sottoscrittori, che deve tenere conto (...) da un lato del valore economico del capitale della società di cui trattasi e dall'altro della disponibilità dei destinatari dell'offerta a riconoscere quel valore*", *tenendo conto delle indicazioni del mercato e del corso dei prezzi di Borsa degli ultimi sei mesi. Infine "(...) la congruità dei termini dell'operazione va distinta dalla sua convenienza, la quale deve essere valutata alla luce della creazione di valore che le particolari modalità di svolgimento lasciano prevedere*".

Il Consiglio di Amministrazione, ai fini della determinazione del prezzo di emissione delle nuove azioni ordinarie, ha tenuto conto del valore del capitale economico di Gabetti riveniente dall'applicazione del metodo c.d. della "somma delle parti", ritenendo quest'ultimo appropriato nella valutazione di *holding* di partecipazioni. In base a tale metodo, il valore del capitale economico di una società viene determinato come somma dei valori delle singole attività della stessa, intese come entità economiche valorizzabili autonomamente, opportunamente rettificata per tenere conto della posizione finanziaria esistente.

Nella fattispecie, data la complessità della struttura societaria del Gruppo Gabetti e le diverse caratteristiche degli *assets* facenti parte dello stesso, gli Amministratori hanno ritenuto opportuno valutare le partecipazioni detenute dalla Società sulla base delle metodologie di volta in volta ritenute più adatte alle loro specifiche caratteristiche; in particolare, mediante l'utilizzo di metodi finanziari ("*Discounted Cash Flow*" o "DCF") per le società di servizi, e di metodi patrimoniali ("*Net Assets Value*" o "NAV") per la valorizzazione a prezzi di realizzo delle attività che, secondo quanto previsto dal Piano Strategico 2012-2015, saranno oggetto di dismissione.

In particolare, il metodo del DCF, largamente utilizzato nella prassi valutativa, si basa sulla considerazione che i flussi di cassa operativi che un'impresa sarà in grado di generare in futuro ne rappresentino il suo valore economico. Il valore economico dell'azienda è quindi pari alla somma del valore attuale dei flussi di cassa che sarà in grado di generare in futuro, scontati ad un tasso rappresentativo del costo medio ponderato del capitale, tenendo in considerazione, ove necessario, il valore della posizione finanziaria netta al fine della determinazione del capitale economico.

Nell'applicazione della metodologia del DCF, gli Amministratori non hanno tenuto conto degli effetti sul Piano derivanti dall'aumento di capitale descritto in premessa, addivenendo quindi a una valutazione di tipo "*pre-money*".

Per quanto concerne le attività che secondo quanto previsto dal Piano Strategico saranno oggetto di dismissione nel corso dell'esercizio 2012, gli Amministratori hanno ritenuto che nella fattispecie il metodo patrimoniale NAV fosse adeguato a riflettere il valore di realizzo degli immobili, al netto del relativo indebitamento.

La valutazione effettuata mediante l'applicazione della metodologia della somma delle parti nonché la valorizzazione delle attività nette del Gruppo mediante l'applicazione del metodo del DCF e del NAV si è basata sul presupposto della continuità aziendale.

L'applicazione del metodo della somma delle parti, con riferimento alle informazioni relative all'esercizio chiuso al 31 dicembre 2011, ha portato alla stima di un valore economico per azione pari ad Euro 0,0285.

Come descritto nella Relazione, il Consiglio di Amministrazione, considerate le previsioni di cui all'art. 2441, comma sesto, del Codice Civile, che dispone che il prezzo di emissione delle nuove azioni è determinato tenendo conto anche dell'andamento delle quotazioni dell'ultimo semestre, ha inoltre preso in esame la media aritmetica e la media ponderata dei corsi di Borsa riferiti ad un arco temporale di 6 mesi, fissando come data di riferimento per l'orizzonte temporale individuato il 7 febbraio 2012, al fine di eliminare gli effetti che l'annuncio (avvenuto appunto in data 7 febbraio 2012) del nuovo piano strategico del Gruppo Gabetti per il periodo 2012-2015 e delle linee guida della proposta presentata dalla Società al ceto bancario per il risanamento del Gruppo stesso potrebbero avere avuto sull'andamento del titolo Gabetti successivamente a tale data. A tale riguardo, gli Amministratori evidenziano come l'andamento del titolo Gabetti sia stato caratterizzato da elevata volatilità nel periodo successivo al 7 febbraio 2012, anche per eventi estranei al controllo della Società.

Il Consiglio di Amministrazione ha ritenuto di adottare quale metodologia per la determinazione del prezzo di emissione delle nuove azioni ordinarie anche il criterio della quotazione di Borsa, considerato dallo stesso Consiglio quale metodo altrettanto idoneo a fornire un'indicazione del valore del capitale economico della Società, in quanto incorpora, almeno in parte, le informazioni degli investitori e le aspettative da loro maturate in relazione alle strategie aziendali e alle *performance* future.

Ai fini della determinazione del prezzo di emissione delle nuove azioni ordinarie, gli Amministratori hanno ritenuto di tenere conto della media ponderata delle quotazioni del titolo Gabetti riferita a un arco temporale di 6 mesi, sulla base delle seguenti considerazioni:

- la media ponderata, a differenza della media aritmetica, consente di determinare un valore medio che tenga conto della significatività dei prezzi nelle differenti giornate, attribuendo un maggior rilievo a prezzi formati a fronte di un maggiore volume di negoziazioni;
- l'orizzonte temporale di 6 mesi, di norma, consente di mitigare gli effetti che potrebbero derivare da eventuali fluttuazioni anomale delle quotazioni di Borsa.

La media ponderata delle quotazioni del titolo Gabetti riferita a un arco temporale di 6 mesi, dall'8 agosto 2011 fino alla data del 7 febbraio 2012 risulta pari a Euro 0,0626 per azione, superiore dunque al valore economico per azione.

Tenuto conto delle risultanze delle valutazioni sopra riportate, il Consiglio di Amministrazione ha ritenuto adeguato adottare, nell'ambito della delega conferitagli dall'Assemblea Straordinaria degli Azionisti del 14 marzo 2012, quale criterio per la determinazione del prezzo di emissione delle nuove azioni ordinarie la media ponderata dei valori ottenuti, attribuendo al valore economico per azione stimato adottando la metodologia della somma delle parti un peso pari a 1/3 e al valore per azione risultante dalla media ponderata delle quotazioni di Borsa un peso pari a 2/3.

Su tali basi, il valore per azione che emerge dalla media ponderata, con i pesi sopra attribuiti di 1/3 e 2/3, risulta pari a Euro 0,0512, valore che il Consiglio di Amministrazione ritiene congruo per l'effettuazione dell'aumento di capitale sociale a pagamento. In sintesi:

Metodo	Valore per azione	Peso	Valore ponderato per azione
Somma delle parti	0,0285	1/3	0,0095
Media ponderata delle quotazioni di Borsa	0,0626	2/3	0,0417
Valore unitario ponderato per azione			0,0512

Come indicato nella Relazione, il Consiglio di Amministrazione ha ritenuto che le ragioni sottostanti alla scelta di attribuire pesi differenti ai due metodi individuati nell'ambito del criterio adottato per la determinazione del prezzo di emissione delle nuove azioni ordinarie andassero ricercate nel fatto che i prezzi di Borsa esprimono una valutazione della Società che maggiormente tutela le ragioni economiche degli azionisti che saranno esclusi dall'aumento del capitale sociale.

Inoltre, gli Amministratori indicano come la metodologia del DCF, essendo basata su dati coerenti con quelli utilizzati ai fini del *test di impairment* per il bilancio al 31 dicembre 2011, rifletta valori stimati sulla base di parametri valutativi che, in ragione delle condizioni patrimoniali della Società, incorporano ipotesi conservative e prudenti.

Gli Amministratori segnalano altresì che la correzione dei prezzi di Borsa mediante la ponderazione con il valore derivante dal metodo patrimoniale determinato secondo la somma delle parti se, da un lato, diluisce il prezzo di emissione delle nuove azioni, dall'altro agisce nel senso di non disincentivare i soci che sottoscriveranno l'aumento di capitale sociale riservato, i quali saranno chiamati a corrispondere un prezzo che solo successivamente e grazie all'implementazione di ulteriori strategie di efficientamento/sviluppo potrebbe trovare una adeguata conferma nel valore fondamentale della Società, tenuto conto della particolare situazione di crisi in cui la Società attualmente si trova, laddove il predetto aumento di capitale rappresenta il presupposto essenziale per il risanamento della Società stessa e per la salvaguardia dell'operatività corrente; a ciò si aggiunga l'attuale contesto economico nazionale e internazionale estremamente incerto e in continua evoluzione, con un elevato rischio di una nuova recessione che potrebbe ulteriormente complicare lo scenario macroeconomico.

Nella determinazione del prezzo di emissione delle nuove azioni ordinarie, il Consiglio di Amministrazione non ha tenuto conto del prezzo unitario di esercizio dei *warrant* Gabetti Property Solutions S.p.A. 2009-2013 in circolazione (attualmente pari a Euro 0,609) in quanto lo stesso è stato determinato (in data 26 giugno 2009 e successivamente rettificato in data 21 gennaio 2011) in un contesto economico-finanziario di mercato non comparabile con quello attuale ed è tale da non rendere probabile l'esercizio dei suddetti *warrant*.

Il Consiglio di Amministrazione ha inoltre ritenuto opportuno considerare la possibilità di far ricorso al metodo dei multipli di mercato, comunemente utilizzato dalla prassi valutativa come criterio di controllo. Tale metodo consiste nel definire il valore di un'azienda applicando ad alcune grandezze di natura economica e patrimoniale della società oggetto della valutazione – quali, a titolo di esempio, fatturato, margine operativo lordo, risultato operativo o patrimonio netto – dei coefficienti o moltiplicatori delle medesime grandezze determinati sulla base dei multipli impliciti espressi da società quotate in Borsa operanti negli stessi mercati.

L'ipotesi sulla quale si basa il metodo dei multipli di mercato consiste quindi nel considerare che in ogni settore di riferimento esista una certa omogeneità nei moltiplicatori di mercato e, pertanto, società comparabili dovrebbero presentare multipli simili, quindi, a parità di fondamentali, valori simili. Il multiplo determinato dai risultati borsistici delle società comparabili viene applicato quindi ai risultati della società oggetto di valutazione al fine di determinarne l'*Enterprise Value*.

Pertanto, l'applicazione del metodo dei multipli di mercato necessita l'individuazione di un campione di società comparabili che presentino caratteristiche simili in termini di settore di attività, dimensioni, mercato di quotazione, redditività del *business*, tasso di crescita e rischiosità dello stesso. Ritenendo che non siano presenti sul mercato italiano informazioni su un campione di società quotate ritenute comparabili, in particolare considerando le specificità della Società e del Gruppo in termini di aree di attività e *business model*, gli Amministratori hanno individuato alcuni gruppi internazionali che per macro settore di riferimento e modello di *business* possono essere ritenuti comparabili.

In presenza di elementi di disomogeneità esistenti tra Gabetti e il *panel* di aziende comparabili selezionate, quali la dimensione sensibilmente più rilevante delle realtà considerate rispetto alla società oggetto di valutazione, nonché il livello di maggiore liquidità delle azioni delle società comparabili, al moltiplicatore medio di mercato è stato applicato uno sconto del 10% per tenere conto della diversa scala dimensionale della Società ("*small size effect*") e della minore liquidità del titolo Gabetti Property Solutions S.p.A. rispetto alle società quotate comparabili. Tale moltiplicatore, compreso in un *range* tra 6,20x e 6,82x, è stato applicato alla media del margine operativo lordo consolidato di Piano, attualizzato al 31 dicembre 2012. L'applicazione del metodo di controllo dei multipli di mercato, considerando il *Net Asset Value* delle attività oggetto di dismissione e la posizione finanziaria netta al fine della determinazione del capitale economico, ha portato a un valore per azione stimato compreso tra Euro 0,0396 e Euro 0,0592. Gli Amministratori evidenziano come i risultati derivanti dall'applicazione del metodo dei multipli di mercato confermino la ragionevolezza della stima ottenuta attraverso il criterio adottato, precedentemente illustrato.

Il Consiglio di Amministrazione, al fine di verificare che le assunzioni prese a base per la valutazione del 6 marzo 2012 fossero ancora valide e che pertanto dal loro aggiornamento a una data più recente potessero essere confermati i criteri e i valori originariamente proposti, ha preso in esame le variazioni e gli eventi intercorsi tra il 6 marzo e il 9 luglio 2012. In particolare, il Consiglio di Amministrazione ha preso in esame il valore economico per azione della Società al 31 marzo 2012 (data dell'ultima situazione trimestrale approvata dal Consiglio stesso) determinato in base al metodo della somma delle parti. Il valore economico per azione così ottenuto, pari a Euro 0,0018, è risultato inferiore all'analogo valore determinato sulla base dei dati al 31 dicembre 2011 (Euro 0,0285).

Gli Amministratori evidenziano inoltre che le variazioni apportate al piano strategico originario per tenere conto del mantenimento all'interno del Gruppo stesso della linea "Altri Business" non hanno comportato effetti sul valore economico della Società rispetto a quello determinato con riferimento al 31 dicembre 2012.

Il Consiglio di Amministrazione ha altresì preso in esame il valore per azione risultante dalla media ponderata delle quotazioni del titolo Gabetti riferita a un arco temporale di 6 mesi antecedenti la data del 9 luglio 2012, pari a Euro 0,0986. L'analisi dell'andamento del titolo Gabetti nel periodo successivo alla data del 7 febbraio 2012 (data di comunicazione al mercato del piano strategico 2012-2015 del Gruppo Gabetti) evidenzia un incremento dei valori fino a un massimo di Euro 0,1320 e una successiva flessione fino al valore di Euro 0,0720 del 6 luglio 2012.

In considerazione del fatto che la media ponderata delle quotazioni del titolo Gabetti riferita a un arco temporale di 6 mesi dalla data del 9 luglio 2012 (7 gennaio 2012 - 6 luglio 2012) appare risentire dell'elevata volatilità che ha caratterizzato l'andamento del titolo stesso, gli Amministratori hanno preso in considerazione anche un arco temporale più circoscritto, definendo una media pari a Euro 0,0791 (media riferita a un arco temporale di 3 mesi, dal 7 aprile 2012 al 6 luglio 2012) e a Euro 0,0681 (media riferita a un arco temporale di 1 mese, dal 7 giugno 2012 al 6 luglio 2012)

A titolo puramente informativo, gli Amministratori segnalano nella Relazione che applicando il medesimo criterio di determinazione del prezzo descritto nelle pagine precedenti (media ponderata con i pesi di 1/3 e 2/3) emergerebbe un prezzo per azione compreso in un *range* tra Euro 0,0533 (applicando la media a 3 mesi) e Euro 0,0461 (applicando la media a 1 mese), quest'ultimo inferiore rispetto a quello fissato dal Consiglio di Amministrazione in data 6 marzo 2012.

Gli Amministratori, ritenendo non influenti ai fini della determinazione del prezzo di emissione, e quindi della tutela dei soci di minoranza, gli eventi occorsi successivamente alla data dell'annuncio del piano strategico 2012-2015 (7 febbraio 2012), hanno confermato le considerazioni svolte nella riunione del 6 marzo 2012, fissando il prezzo di emissione delle nuove azioni dell'Aumento di Capitale Riservato in Euro 0,0512.

6. DIFFICOLTA' DI VALUTAZIONE INCONTRATE DAGLI AMMINISTRATORI

Nella predisposizione della propria Relazione, il Consiglio di Amministrazione ha evidenziato i seguenti limiti e difficoltà di valutazione:

- le stime del valore economico della Società sono state effettuate utilizzando dati e proiezioni economico-finanziarie, per loro natura aleatorie, derivanti dai piani prospettici delle società partecipate. La valutazione effettuata è inevitabilmente condizionata dal verificarsi delle assunzioni e dal raggiungimento dei risultati indicati in tali piani, che presentano per loro natura profili di incertezza a causa delle difficili previsioni degli scenari futuri dei mercati di riferimento;
- quanto al metodo delle quotazioni di Borsa, l'applicazione di detto metodo è soggetto all'andamento non prevedibile dei mercati finanziari.

7. LAVORO SVOLTO

Ai fini dell'espletamento del nostro incarico, abbiamo:

- incontrato preliminarmente la Direzione Amministrativa della Società, la quale ci ha illustrato le ipotesi di valutazione e fornito le prime analisi di dettaglio;
- esaminato il verbale del Consiglio di Amministrazione del 6 marzo 2012 che ha individuato – in via preliminare – un'ipotesi di criterio di determinazione del prezzo di emissione delle azioni ordinarie al servizio dell'aumento di capitale riservato;
- esaminato la delibera dell'Assemblea Straordinaria del 14 marzo 2012, che ha conferito delega al Consiglio di Amministrazione in relazione all'aumento di capitale riservato, ai sensi dell'art. 2443 del Codice Civile;
- esaminato il verbale del Consiglio di Amministrazione del 20 marzo 2012, con specifico riguardo all'aumento di capitale sociale riservato;
- proceduto ad una lettura critica della Relazione degli Amministratori;
- esaminato, per le finalità di cui al presente lavoro, lo Statuto vigente della Società;
- analizzato, sulla base di discussioni con gli Amministratori, il lavoro da loro svolto per l'individuazione del criterio di determinazione del prezzo di emissione delle nuove azioni ordinarie, onde riscontrarne l'adeguatezza, nelle circostanze, sotto un profilo di ragionevolezza e non arbitrarietà;
- considerato gli elementi necessari ad accertare che tale criterio fosse tecnicamente idoneo, nelle specifiche circostanze, a determinare il prezzo di emissione delle nuove azioni al servizio dell'aumento di capitale sociale riservato;
- svolto analisi di sensibilità sull'andamento delle quotazioni di Borsa delle azioni Gabetti riferite all'arco di sei mesi a far data dall'8 agosto 2011 fino alla data del 7 febbraio 2012 e, a tal fine, calcolato la media ponderata delle quotazioni del titolo nei diversi intervalli di 1, 2, 3, 4 e 5 mesi precedenti la data del 7 febbraio 2012, e verificata l'accuratezza matematica dei conteggi effettuati dagli Amministratori ai fini della determinazione del prezzo di emissione delle nuove azioni;
- verificato la coerenza dei dati utilizzati dagli Amministratori con le fonti di riferimento;
- analizzato la determinazione del valore economico di Gabetti secondo il metodo della somma delle parti elaborata dagli Amministratori con riferimento alla data del 31 dicembre 2011 nonché l'aggiornamento della valutazione sulla base dei dati al 31 marzo 2012;
- svolto analisi di sensibilità sull'andamento delle quotazioni di Borsa della azioni Gabetti riferite a un arco temporale di 6 mesi a far data dal 9 luglio 2012 e, a tal fine, calcolato la media ponderata delle quotazioni del titolo nei diversi intervalli di 1, 2, 3, 4 e 5 mesi precedenti tale data; a tale riguardo, è stata analizzata la volatilità del titolo nel periodo preso in esame;

- svolto un'analisi di sensibilità, nell'ambito del metodo della somma delle parti, con l'obiettivo di verificare in via autonoma quanto i risultati possano essere influenzati da variazioni nei parametri assunti;
- analizzato l'applicazione del criterio dei multipli di mercato quale metodo di controllo, con svolgimento di autonome analisi di sensibilità;
- discusso con il *management* della Società, ferme restando le incertezze e i limiti connessi a ogni tipo di elaborazione previsionale, il piano strategico 2012-2015 approvato in data 7 febbraio 2012 e il suo successivo aggiornamento approvato in data 9 luglio 2012, allo scopo di verificare la ragionevolezza delle assunzioni su cui gli stessi si fondano;
- raccolto, attraverso colloqui con la Direzione della Società, informazioni circa gli eventi verificatisi dopo la predisposizione del piano strategico 2012-2015 approvato in data 7 febbraio 2012, 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;
- presa visione della relazione trimestrale consolidata al 31 marzo 2012 del Gruppo Gabetti;
- 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 della nostra relazione, non sussistono modifiche significative da apportare ai dati di riferimento dell'operazione e agli altri elementi presi in considerazione;
- per le finalità di cui al presente lavoro, abbiamo considerato i bilanci separato e consolidato di Gabetti Property Solutions S.p.A. al 31 dicembre 2011 e le relative relazioni di revisione da noi emesse in data 28 aprile 2012 e contenenti, tra l'altro, un richiamo di informativa in ordine all'esistenza di *“significativi fattori di incertezza che possono far sorgere dubbi significativi sulla capacità del Gruppo di continuare la propria operatività per un prevedibile futuro”*.

8. COMMENTI SULLA ADEGUATEZZA DEL CRITERIO DI DETERMINAZIONE DEL PREZZO DI EMISSIONE DELLE AZIONI

Preliminarmente, è opportuno ribadire che l'operazione oggetto della presente relazione è rappresentata da un aumento di capitale sociale a pagamento, con esclusione del diritto di opzione ai sensi del comma quinto dell'art. 2441 del Codice Civile, da effettuarsi mediante emissione di azioni ordinarie aventi le stesse caratteristiche di quelle in circolazione per un importo massimo, comprensivo di eventuale sovrapprezzo, di Euro 26.000.000,00.

L'operazione si inquadra nell'ambito del progetto di ristrutturazione del Gruppo Gabetti che si estrinseca nel piano strategico 2012-2015, approvato in data 7 febbraio 2012 dal Consiglio di Amministrazione e aggiornato in data 9 luglio 2012 per tenere conto del mantenimento nell'ambito del Gruppo della linea di attività "Altri Business". Il Piano Strategico prevede, tra l'altro, in estrema sintesi:

- la semplificazione della struttura societaria del Gruppo;
- la separazione e dismissione della Business Unit Investment;
- il disimpegno dal *business* della mediazione creditizia nell'ambito dell'operazione conclusa con UBH S.p.A. in data 8 febbraio 2012;
- un aumento di capitale sociale per un importo complessivo di Euro 32 milioni.

In tale contesto, l'Assemblea Straordinaria degli Azionisti tenutasi in 14 marzo 2012 ha attribuito al Consiglio di Amministrazione la facoltà di aumentare il capitale sociale a pagamento in via scindibile, in una o più volte, entro il periodo di un anno dalla data di deliberazione mediante emissione di azioni ordinarie di Gabetti Property Solutions S.p.A. aventi le stesse caratteristiche di quelle in circolazione, da offrire in opzione agli aventi diritto e/o con esclusione e/o limitazione del diritto di opzione ai sensi dell'art. 2441, comma 5, del Codice Civile, per un importo massimo, comprensivo di eventuale sovrapprezzo, di Euro 32.000.000,00.

In esecuzione della sopra citata delega, il Consiglio di Amministrazione, riunitosi in data 9 luglio 2012, sentito il parere favorevole del Comitato per le operazioni con parti correlate, ha accettato l'offerta vincolante degli Investitori del 6 aprile 2012 (subordinatamente al verificarsi della condizione sospensiva della sottoscrizione dell'Accordo di Risanamento con il ceto bancario sopra descritto) e ha stabilito, nel rispetto dei limiti indicati e della normativa vigente, il numero delle azioni da emettere, il prezzo di emissione delle nuove azioni, comprensivo dell'eventuale sovrapprezzo, nonché le modalità, i termini, i tempi e le condizioni dell'aumento di capitale sociale.

In tale sede, il Consiglio di Amministrazione ha esaminato e confermato l'ipotesi di criterio di determinazione del prezzo di emissione delle nuove azioni ordinarie già individuato, in via preliminare, dal Consiglio stesso in data 6 marzo 2012. A seguito della riunione consiliare del 6 marzo 2012, la Società ci ha incaricato di predisporre la presente relazione ai sensi degli artt. 2441, comma quinto e sesto, del Codice Civile e 158, comma primo, TUIF.

Dall'analisi e dal confronto delle risultanze che emergono dall'applicazione sia del metodo per somma delle parti sia dalla media ponderata delle quotazioni del titolo Gabetti Property Solutions, riferita a un arco temporale di 6 mesi a far data dall'8 agosto 2011 fino alla data del 7 febbraio 2012, il Consiglio di Amministrazione del 9 luglio 2012 ha ritenuto adeguato, anche a seguito delle risultanze emerse dall'aggiornamento delle valutazioni effettuate, quale criterio da adottare per la determinazione del prezzo di emissione delle nuove azioni ordinarie la media ponderata dei valori risultanti dall'applicazione delle suddette metodologie.

Rispetto all'adeguatezza del metodo di valutazione esprimiamo qui di seguito, nel caso di specie, le seguenti considerazioni:

- il metodo delle quotazioni di Borsa adottato dagli Amministratori su indicazione dell'Assemblea è comunemente accettato e applicato sia a livello nazionale sia internazionale ed è in linea con la prassi professionale e risulta pertanto ragionevole e non arbitrario;
- l'adozione del metodo delle quotazioni di Borsa trova conforto anche nel disposto del sesto comma dell'articolo 2441 del Codice Civile;

- l'utilizzo da parte degli Amministratori di valori medi di mercato su un ampio arco temporale, che consente di minimizzare i rischi derivanti da significative oscillazioni di breve periodo delle quotazioni di Borsa e gli effetti della volatilità e degli scarsi volumi che caratterizzano il titolo Gabetti, appare anche conforme alle posizioni assunte dalla dottrina ad oggi espressasi sul tema e pertanto risulta ragionevole e non arbitraria. In particolare, gli Amministratori hanno preso in esame la media aritmetica e la media ponderata dei corsi di Borsa, riferiti ad un arco temporale di 6 mesi, fissando come data di riferimento per l'orizzonte temporale individuato il 7 febbraio 2012, al fine di eliminare gli effetti che l'annuncio del piano strategico del Gruppo Gabetti per il periodo 2012-2015 e delle linee guida della proposta presentata dalla Società al ceto bancario per il risanamento del Gruppo stesso (avvenuto in data 7 febbraio 2012) potrebbero avere avuto sull'andamento del titolo Gabetti. Al riguardo, gli Amministratori evidenziano come l'andamento del titolo sia stato caratterizzato da elevata volatilità nel periodo successivo al 7 febbraio 2012, anche per eventi estranei al controllo della Società. Si consideri comunque che l'applicazione del metodo di Borsa, secondo la prassi valutativa, può risultare meno significativa in presenza di volumi ridotti, come nel caso del titolo Gabetti che si connota per un modesto volume di scambi medi;
- la scelta degli Amministratori di adottare una media ponderata dei prezzi ufficiali del titolo risulta in linea con la prassi di mercato. In effetti, come evidenziato anche nella Relazione degli Amministratori, l'utilizzo di una media ponderata, a differenza della media aritmetica, consente di determinare un valore medio che tenga conto della significatività dei prezzi nelle differenti giornate, attribuendo maggior rilievo a prezzi formati a fronte di un maggiore volume di negoziazioni, risultando pertanto, nelle circostanze, ragionevole e non arbitrario;
- la scelta degli Amministratori di far riferimento alla media ponderata nel periodo di osservazione di 6 mesi antecedenti il 7 febbraio 2012 esprime un valore di Borsa superiore a quello risultante dalle medie ponderate di 1, 2, 3, 4 e 5 mesi precedenti tale data. Tale scelta appare quindi in linea con l'esigenza di tutela degli azionisti esclusi dal diritto d'opzione;
- la scelta degli Amministratori di utilizzare anche la metodologia della somma delle parti è da ritenersi ragionevole e non arbitraria in quanto comunemente utilizzata nelle valutazioni di società *holding*, quale Gabetti. Nella fattispecie, l'applicazione di tale metodologia si è basata sull'utilizzo di metodi finanziari (*Discounted Cash Flow*) per le Società di servizi e di metodi patrimoniali per la valorizzazione a prezzi di realizzo delle attività oggetto di dismissione, così come previsto dal Piano Strategico del Gruppo. L'applicazione del suddetto metodo ha portato come risultato alla determinazione di un prezzo per azione inferiore al prezzo emergente dal criterio della Borsa;
- il Consiglio di Amministrazione, nell'effettuare la media ponderata tra i valori rivenienti dall'applicazione delle suddette metodologie, ha attribuito al valore economico per azione stimato in base al criterio per somma delle parti (Euro 0,0285) un peso pari a 1/3, mentre ha attribuito al valore per azione risultante dalla media ponderata delle quotazioni del titolo Gabetti riferita a un arco temporale di 6 mesi (8 agosto 2011-7 febbraio 2012), Euro 0,0626, un peso pari a 2/3. L'utilizzo della ponderazione di due diverse metodologie valutative trova fondamento nella migliore dottrina, benché incorpori una componente di apprezzamento soggettivo da parte degli Amministratori;

- il Consiglio di Amministrazione ritiene che le ragioni sottostanti alla scelta del criterio individuato per la determinazione del prezzo di emissione delle nuove azioni ordinarie (con attribuzione di pesi differenti) vadano ricercate nel fatto che i prezzi di Borsa, pur non riflettendo in modo appropriato i fondamentali della Società, tenuto conto anche della divergenza con le risultanze del metodo somma delle parti, esprimano tuttavia una valutazione della medesima che maggiormente tutela le ragioni economiche degli azionisti che saranno esclusi dall'aumento del capitale sociale. La correzione dei prezzi di Borsa mediante la ponderazione con il valore derivante dal metodo per somma delle parti se, da un lato, diluisce il prezzo di emissione delle nuove azioni, dall'altro agisce nel senso di non disincentivare i soci che sottoscriveranno l'aumento di capitale sociale riservato, i quali saranno chiamati a corrispondere un prezzo che solo successivamente e grazie alla implementazione di ulteriori strategie di efficientamento e/o di sviluppo potrebbe trovare una adeguata conferma nel valore fondamentale della Società. A ciò si aggiunga l'attuale contesto economico nazionale e internazionale estremamente incerto e in continua evoluzione, con un elevato rischio di una nuova recessione che potrebbe ulteriormente complicare lo scenario macroeconomico;
- la scelta degli Amministratori di far riferimento alla media ponderata nel periodo di osservazione di 6 mesi antecedenti la data dell'annuncio del piano strategico 2012-2015, a sua volta ponderata con una valutazione risultante dal criterio per somma delle parti, stimata sulla base di parametri valutativi che riflettono ipotesi maggiormente conservative, conduce a un valore per azione inferiore. La scelta di individuare un prezzo per azione secondo la metodologia sopra esposta, appare quindi in linea con le esigenze di tutela degli azionisti esclusi dal diritto di opzione;
- il Consiglio di Amministrazione ha ritenuto opportuno ricorrere al metodo dei multipli di mercato come criterio valutativo di controllo. Si evidenzia al riguardo che la miglior dottrina aziendalistica e la prassi prevalente in materia valutativa indicano generalmente come opportuno il ricorso a metodi di controllo, a conforto delle risultanze cui si sia pervenuti mediante l'applicazione dei metodi di valutazione individuati come principali. Il metodo dei multipli di mercato è comunemente accettato e utilizzato nella prassi nazionale ed internazionale; in particolare la scelta del multiplo Enterprise Value/EBITDA è da ritenersi ragionevole, in quanto l'EBITDA, esprimendo la marginalità operativa aziendale al lordo degli ammortamenti, consente l'apprezzamento della redditività prescindendo dagli effetti contabili legati alle politiche d'ammortamento;
- il Consiglio di Amministrazione, al fine di verificare che le assunzioni prese a base per la valutazione del 6 marzo 2012 fossero ancora valide e che pertanto dal loro aggiornamento a un data più recente potessero essere confermati i criteri e i valori originari proposti ha preso in esame le variazioni e gli eventi intercorsi tra il 6 marzo e il 9 luglio 2012. In particolare, il Consiglio di Amministrazione ha preso in esame il valore economico per azione della Società al 31 marzo 2012 (data dell'ultima situazione trimestrale approvata dal Consiglio), determinato in base al metodo della somma delle parti, che porta a un valore inferiore rispetto a quello stimato sulla base della situazione patrimoniale al 31 dicembre 2011. Inoltre, il Consiglio di Amministrazione ha preso in esame il valore per azione risultante dalla media ponderata delle quotazioni del titolo Gabetti riferita a un arco temporale di 6 mesi antecedenti la data del 9 luglio 2012; tale media ha confermato l'elevata volatilità che ha caratterizzato l'andamento del titolo nel periodo. Al fine di mitigare gli effetti correlati a tale volatilità, gli Amministratori hanno preso in considerazione un arco temporale più circoscritto (1 mese e 3 mesi). A titolo puramente

informativo, gli Amministratori hanno applicato il medesimo criterio di determinazione del prezzo descritto precedentemente (media ponderata con i pesi di 1/3 e 2/3) ottenendo un prezzo per azione compreso in un *range* tra Euro 0,0533 (applicando la media a 3 mesi) e Euro 0,0461 (applicando la media a 1 mese). Sulla base di queste risultanze, il Consiglio di Amministrazione, ritenendo dunque non influenti ai fini della determinazione del prezzo, e quindi della tutela dei soci di minoranza, gli eventi occorsi successivamente la data dell'annuncio del piano strategico (7 febbraio 2012), ha confermato le considerazioni svolte nella riunione del 6 marzo 2012, fissando il prezzo di emissione delle nuove azioni dell'Aumento di Capitale Riservato in Euro 0,0512. Tale scelta appare nella circostanza ragionevole e in linea con l'esigenza di tutela degli azionisti esclusi dal diritto di opzione;

- le analisi di sensibilità da noi elaborate per valutare il possibile impatto di variazioni nelle differenti ipotesi e nei parametri assunti, nell'ambito dei metodi di valutazione adottati, nonché l'analisi dell'accuratezza, anche matematica, con cui tali metodologie sono state applicate, confermano la ragionevolezza e non arbitrarietà dei risultati raggiunti dagli Amministratori;
- nella determinazione del prezzo di emissione delle nuove azioni ordinarie, il Consiglio di Amministrazione non ha tenuto conto del prezzo unitario di emissione dei *warrant* 2009-2013 in circolazione in quanto tale prezzo è stato determinato in un contesto economico-finanziario di mercato non comparabile con quello attuale ed è tale da non rendere probabile l'esercizio dei suddetti *warrant*;
- come evidenziato nei bilanci separato e consolidato di Gabetti Property Solutions S.p.A. al 31 dicembre 2011 e richiamato nelle relazioni di revisione da noi emesse in data 28 aprile 2012, gli Amministratori di Gabetti hanno sottolineato la sussistenza di dubbi significativi sulla continuità aziendale e al riguardo hanno inoltre segnalato, tra l'altro, di aver avviato le azioni delineate nel piano strategico 2012-2015 volte al risanamento del Gruppo. Si fa riferimento ai citati documenti per una più esauriente informativa al riguardo. Tale informativa deve essere tenuta in debito conto anche ai fini della presente relazione.

Gli aspetti sopra commentati sono stati tenuti in attenta considerazione ai fini dell'emissione della presente relazione.

9. LIMITI SPECIFICI, DIFFICOLTA' DI VALUTAZIONE ED ALTRI ASPETTI DI RILIEVO EMERSI NELL'ESPLETAMENTO DEL PRESENTE INCARICO

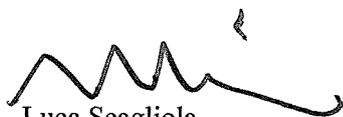
- Relativamente alle principali difficoltà e ai limiti specifici incontrati nell'espletamento del presente incarico si segnala quanto segue:
 - le valutazioni basate sui corsi di Borsa, pur se mitigate dal riferimento non già a dati puntuali bensì a medie relative ad archi temporali di diversa ampiezza, sono soggette all'andamento proprio dei mercati finanziari. In particolare, 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;

- pur rappresentando il metodo delle quotazioni di Borsa una metodologia da cui non si può prescindere nei casi di società quotate, si rilevano con riferimento al titolo Gabetti limiti legati a volumi scambiati poco rilevanti, all'elevata volatilità dei prezzi e al flottante poco significativo. Tali caratteristiche potrebbero influenzare in qualche misura la validità del criterio adottato dagli Amministratori per la determinazione del prezzo di emissione;
 - la valutazione del capitale economico della Società per somma delle parti, in quanto basato su dati di natura previsionale, è strettamente connesso all'effettivo realizzarsi delle ipotesi e delle assunzioni utilizzate dagli Amministratori per la redazione del piano strategico 2012-2015, anche a causa delle difficili previsioni degli scenari futuri dei mercati di riferimento.
- Si evidenziano i seguenti aspetti di rilievo:
 - alla data odierna la sottoscrizione dell'Accordo di Risanamento del Gruppo Gabetti con gli istituti di credito non risulta ancora finalizzata. Si segnala peraltro che nella loro relazione gli Amministratori evidenziano che la formalizzazione e la sottoscrizione degli articolati contrattuali sottostanti l'Accordo di Risanamento è prevista entro la fine del mese di luglio 2012;
 - allo stato attuale, le trattative per la definizione dei soggetti che acquisiranno le attività oggetto di dismissione risultano in corso;
 - come indicato nelle nostre relazioni di revisione sui bilanci separato e consolidato al 31 dicembre 2011 da noi emesse in data 28 aprile 2012, il Gruppo Gabetti ha conseguito perdite significative nell'esercizio 2011 e nel corso degli ultimi esercizi a seguito delle sfavorevoli condizioni del mercato immobiliare. In particolare, il bilancio consolidato al 31 dicembre 2011 evidenzia un patrimonio netto negativo di Euro 6 milioni, al netto di una perdita di Euro 31,7 milioni, e un indebitamento finanziario netto di Euro 149,1 milioni, di cui Euro 62,2 milioni classificati tra le attività e passività possedute per la vendita. Come riportato nelle suddette relazioni, *“le difficoltà patrimoniali, economiche e finanziarie che interessano il Gruppo Gabetti oltre agli altri fattori descritti nel paragrafo ‘Fattori di rischio connessi all'attività del Gruppo e al presupposto della continuità aziendale’ delle note esplicative, indicano l'esistenza di significativi fattori di incertezza che possono far sorgere dubbi significativi sulla capacità del Gruppo di continuare la propria operatività per un prevedibile futuro”*.
 - infine, come indicato dagli Amministratori nella Relazione, sulla base della situazione patrimoniale al 31 marzo 2012 la Società si trova nella fattispecie di cui all'art. 2447 del Codice Civile.

10. CONCLUSIONI

Sulla base della documentazione esaminata e delle procedure sopra indicate, tenuto conto della natura e portata del nostro lavoro, così come indicato nella presente relazione, fermo restando quanto segnalato al precedente paragrafo 9., riteniamo che il metodo di valutazione adottato dagli Amministratori sia adeguato, in quanto nelle circostanze ragionevole e non arbitrario, e che lo stesso sia stato correttamente applicato ai fini della determinazione del prezzo di emissione, pari a Euro 0,0512, di ciascuna delle nuove azioni di Gabetti nell'ambito dell'aumento di capitale sociale a pagamento con l'esclusione del diritto di opzione ai sensi dell'art. 2441, comma 5, del Codice Civile.

DELOITTE & TOUCHE S.p.A.

A handwritten signature in black ink, consisting of several sharp peaks and a long, sweeping tail that ends in a small hook.

Luca Scagliola
Socio

Milano, 13 luglio 2012