

RELAZIONE DELLA SOCIETA' DI REVISIONE SULLA CONGRUITA' DEL PREZZO DI EMISSIONE DELLE AZIONI PER L'AUMENTO DEL CAPITALE SOCIALE CON ESCLUSIONE DEL DIRITTO DI OPZIONE AI SENSI DELL'ART. 158 COMMA 1, D.LGS. 24 FEBBRAIO 1998 N. 58 E DELL'ART. 2441, COMMA 6, CODICE CIVILE

Agli Azionisti di
Gabetti Property Solutions S.p.A.

1. MOTIVO ED OGGETTO DELL'INCARICO

Ai sensi dell'art. 158 comma 1, D.Lgs. 24 febbraio 1998 n. 58, abbiamo ricevuto la relazione predisposta dal Consiglio di Amministrazione di Gabetti Property Solutions S.p.A. (di seguito anche "Gabetti Property Solutions", "Gabetti" o la "Società"), che illustra e motiva, ai sensi dell'art. 2441 sesto comma del Codice Civile, la proposta relativa all'aumento del capitale sociale di Gabetti Property Solutions, con esclusione del diritto di opzione, nonché i criteri adottati dal Consiglio di Amministrazione per la determinazione del prezzo di emissione delle nuove azioni.

La proposta del Consiglio di Amministrazione, approvata in data 28 ottobre 2013, ha per oggetto un'operazione di aumento del capitale sociale di Gabetti Property Solutions, a pagamento e in via scindibile, per un importo massimo, comprensivo di eventuale sovrapprezzo, di Euro 20.000.000,00, con esclusione del diritto di opzione ai sensi dell'art. 2441, comma 5, del Codice Civile, mediante emissione di nuove azioni ordinarie, prive di valore nominale espresso, aventi le medesime caratteristiche di quelle in circolazione (da emettersi con godimento regolare), da riservare in sottoscrizione esclusivamente agli istituti di credito titolari di crediti chirografari di categoria B e parti dell'Accordo di Ristrutturazione dei Debiti sottoscritto in data 20 giugno 2013.

La suddetta proposta di aumento del capitale sociale fa seguito alla facoltà conferita al Consiglio di Amministrazione dall'Assemblea degli Azionisti del 28 giugno 2013, ai sensi dell'art. 2443 del Codice Civile, di aumentare il capitale sociale a pagamento e in via scindibile, entro il periodo di 3 anni dalla data della deliberazione, mediante emissione di azioni ordinarie aventi le medesime caratteristiche di quelle in circolazione, con esclusione del diritto di opzione ai sensi dell'art. 2441, comma 5, del Codice Civile, per un importo massimo, comprensivo di eventuale sovrapprezzo, di Euro 20.000.000,00, da riservare in sottoscrizione esclusivamente agli istituti di credito titolari di crediti chirografari e parti dell'Accordo di Ristrutturazione dei Debiti (l'"Aumento di Capitale Conversione").

Come stabilito dalla medesima Assemblea degli Azionisti del 28 giugno 2013, l'esecuzione dell'Aumento di Capitale Conversione è prevista entro il 31 gennaio 2014 e comunque subordinatamente alla integrale sottoscrizione e liberazione dell'aumento di capitale, da offrire agli aventi diritto, per un importo massimo, comprensivo di eventuale sovrapprezzo, di Euro 19.000.000,00 (l'"Aumento di Capitale in Opzione").

2. SINTESI DELL'OPERAZIONE

Come rappresentato nella relazione illustrativa dagli Amministratori, l'aumento di capitale sociale in argomento è parte della manovra finanziaria contenuta nel nuovo piano strategico per l'arco temporale 2013 - 2016 (il "Piano Strategico 2013-2016"), approvato in data 14 maggio 2013 dal Consiglio di Amministrazione, alla luce della necessità di ridefinire le strategie complessive del Gruppo Gabetti e ristabilire l'equilibrio patrimoniale e finanziario dello stesso.

Il Piano Strategico 2013-2016, che sostituisce in tutte le sue parti il Piano Strategico 2012-2015 (approvato dal Consiglio di Amministrazione della Società in data 7 febbraio 2012 e aggiornato in data 9 luglio 2012) ha come presupposti lo sviluppo dell'attività *core* dell'intermediazione immobiliare, comprensiva dell'attività del franchising immobiliare (*Agency*) e di erogazione di servizi tecnici a supporto degli operatori del settore immobiliare (*Technical Services*) e prevede per le diverse linee di business quanto segue: (i) una sensibile riduzione della forza vendita dipendente, sostituita da venditori professionisti indipendenti e un miglioramento della qualità del servizio offerto, integrato con gli altri servizi erogati dal Gruppo nel settore *Agency* - rete diretta; (ii) una rivisitazione della struttura con maggiore integrazione tra le reti ed un potenziamento dei servizi ai franchisee e ai loro clienti finali, nel franchising immobiliare e (iii) una completa rivisitazione della struttura di Abaco Servizi S.r.l., con riferimento ai servizi tecnici a supporto degli operatori del settore immobiliare. Sempre con riferimento alla linea di business *Technical Services* sono altresì previsti lo sviluppo della piattaforma informatica "Treeplat" e del "Portale dei Servizi Tecnici" ed il consolidamento del ruolo di Patrigest S.p.A. quale riferimento nell'attività di valutazione ed *advisory*.

A seguito dell'approvazione del Piano Strategico 2013-2016, gli istituti di credito titolari di crediti chirografari (i.e.: UniCredit S.p.A., Banca Popolare di Bergamo S.p.A., UBI Banca Società Cooperativa per Azioni, Banca Regionale Europea S.p.A., Banca Popolare di Milano Soc. Coop. a r.l., Banco Popolare Società Cooperativa, Intesa Sanpaolo S.p.A., Banca Monte dei Paschi di Siena S.p.A., Banca Nazionale del Lavoro S.p.A. e Banca Popolare di Sondrio Società Cooperativa per Azioni) e talune società del Gruppo Gabetti, tra cui Gabetti Property Solutions stessa, hanno stipulato, ai sensi dell'articolo 182-bis del R.D. 16 marzo 1942, n. 267, come successivamente modificato e integrato (la "Legge Fallimentare"), un accordo di ristrutturazione (l'"Accordo di Ristrutturazione dei Debiti") che prevede, in sintesi:

- riscadenziamento del debito finanziario chirografario consolidato di categoria B, prevedendo un periodo di pre-ammortamento per il rimborso delle quote capitale della durata di 2 anni, sino al 31 dicembre 2014 ed un rimborso del debito residuo con *cash-sweep* pari al 50% del *free cash flow* generato a partire dal 2015, con rate annuali minime di Euro 500 mila a partire dal 2015 e rimborso della quota residua in un'unica soluzione (*bullet*) al 2020;
- per tutti i debiti chirografari di categoria A (c.d. "non performing loans" o "NPL") stessi meccanismi di rimborso previsti nel precedente accordo, ma traslati sino al 31 dicembre 2020, con un meccanismo di *cash-sweep* pari al 100% del *free cash flow* generato dalla sola gestione del portafoglio NPL e conversione in capitale di Gabetti Property Solutions delle eventuali perdite subite dal Gruppo Gabetti nella gestione degli stessi;
- mantenimento dei tassi di interesse agevolati sull'indebitamento finanziario consolidato in linea con il precedente accordo, pari all'Euribor 3 mesi + 100 Bps per il debito chirografario di categoria B e 1% fisso per il debito chirografario di categoria A (NPL), con interessi di ciascun anno che saranno corrisposti in via annuale posticipata il 15 gennaio dell'anno successivo, a partire dal 2014, fatto salvo gli interessi maturati al 31 dicembre 2020 che saranno rimborsati a tale data;
- riscadenziamento degli interessi scaduti maturati nel periodo ottobre 2011/dicembre 2012 al 31 dicembre 2013;
- aumento di capitale sociale a pagamento per un importo di Euro 19.000.000,00 interamente garantito dal socio Marfin S.r.l. ("Marfin");
- conversione di Euro 20.000.000,00 in capitale di Gabetti Property Solutions di debito chirografario di categoria B da parte delle banche;
- conversione di Euro 10.000.000,00 di debito chirografario di categoria B da parte delle banche in un prestito obbligazionario convertendo fruttifero, di durata decennale, con rimborso a scadenza, ovvero conversione automatica in capitale di Gabetti Property Solutions al verificarsi del "*trigger event*", ove al termine di un trimestre a partire dal 1° gennaio 2014 il rapporto posizione finanziaria netta/patrimonio netto consolidato superi 3,0x, ovvero in caso in cui il patrimonio netto consolidato risulti inferiore ad Euro 3.000.000,00;

- nel caso in cui si verificasse il “*trigger event*” con successiva conversione del prestito obbligazionario convertendo fruttifero, di cui al punto precedente, verrà effettuato un ulteriore aumento di capitale per Euro 3.000.000,00 per cassa, interamente garantito dal socio Marfin;
- rinuncia da parte di Gabetti Property Solutions al finanziamento di Euro 6.000.000,00 e della relativa quota interessi, concesso a Investment Services S.p.A. (holding della ex “BU Investment”, ora “Gruppo Investment Services”) in data 21 settembre 2012;
- riduzione da Euro 8.000.000,00 ad Euro 4.500.000,00 della garanzia che Gabetti Property Solutions si era impegnata a prestare, nel luglio 2012, ai creditori bancari delle società che fanno parte del Gruppo Investment Services, con eventuale pagamento in 4 rate annuali di pari importo ciascuna negli anni 2019-2022 e rinuncia, a fine liquidazione delle società facenti parte del Gruppo Investment Services, al rimborso del credito di regresso residuo verso Investment Services S.p.A..

Gli Amministratori evidenziano, all'interno della Relazione Illustrativa, come l'efficacia dell'Accordo di Ristrutturazione dei Debiti sia subordinata al passaggio in giudicato del decreto di omologa dell'accordo ex art. 182-bis della Legge Fallimentare relativo alle società facenti parte del Gruppo Gabetti ed al ricevimento di risposta positiva da parte della Consob in merito alla insussistenza in capo alle banche creditrici e/o a Marfin S.r.l. dell'obbligo di effettuare un'offerta pubblica di acquisto sulle azioni Gabetti ai sensi dell'art. 106 del D.Lgs. 58/1998, in virtù dell'effettuazione degli aumenti di capitale sociale previsti nello stesso Accordo di Ristrutturazione. L'efficacia dell'Accordo di Ristrutturazione è, altresì, subordinata al passaggio in giudicato del decreto di omologa dell'accordo ex art. 182-bis della Legge Fallimentare, relativo alle società facenti parte del Gruppo Investment Services, alla sopra menzionata rinuncia da parte della Società al finanziamento di Euro 6.000.000,00 ed al rilascio, sempre da parte della Società, della garanzia fino ad Euro 4.500.000,00. L'Accordo di Ristrutturazione dei Debiti prevede, infine, alcune condizioni risolutive legate alla tempistica delle delibere di aumento di capitale ed all'integrale sottoscrizione dell'aumento di capitale sociale da Euro 19.000.000,00.

Il Consiglio di Amministrazione ricorda che il Piano Strategico 2013-2016, sottostante l'Accordo di Ristrutturazione, è stato asseverato in data 19 giugno 2013 dal dottor Silvano Cremonesi ai sensi dell'art. 182-bis della Legge Fallimentare, in merito alla veridicità dei dati e all'attuabilità del suddetto Accordo di Ristrutturazione, con particolare riferimento alla idoneità dello stesso ad assicurare il regolare ed integrale pagamento dei creditori estranei all'accordo, ritenendolo realizzabile e ragionevole e, pertanto, idoneo ad assicurare il risanamento e il riequilibrio della situazione patrimoniale e finanziaria del Gruppo.

L'Accordo di Ristrutturazione dei Debiti è stato sottoscritto in data 20 giugno 2013 ed è stato depositato in data 26 giugno 2013 presso il Tribunale di Milano ai fini dell'omologa, ai sensi dell'articolo 182-bis della Legge Fallimentare.

Alla luce di quanto sopra, in data 28 giugno 2013, l'Assemblea degli Azionisti di Gabetti, in parte straordinaria, ha deliberato, tra l'altro:

- l'attribuzione al Consiglio di Amministrazione, ai sensi dell'art. 2443 del Codice Civile, della facoltà di aumentare il capitale sociale a pagamento e in via scindibile, entro il periodo di 3 anni dalla data della deliberazione, mediante emissione di azioni ordinarie aventi le medesime caratteristiche di quelle in circolazione, da offrire in opzione agli aventi diritto, per un importo massimo, comprensivo di eventuale sovrapprezzo, di Euro 19.000.000,00 (l'“**Aumento di Capitale in Opzione**”);
- l'attribuzione al Consiglio di Amministrazione, ai sensi dell'art. 2443 del Codice Civile, della facoltà di aumentare il capitale sociale a pagamento e in via scindibile, entro il periodo di 3 anni dalla data della deliberazione, mediante emissione di azioni ordinarie aventi le medesime caratteristiche di quelle in circolazione, con esclusione del diritto di opzione ai sensi dell'art. 2441, comma 5, del Codice Civile, per un importo massimo, comprensivo di eventuale sovrapprezzo, di Euro 20.000.000,00, da riservare in sottoscrizione esclusivamente agli istituti di credito titolari di crediti chirografari e parti dell'Accordo di Ristrutturazione dei Debiti (l'“**Aumento di Capitale Conversione**”);

- l'attribuzione al Consiglio di Amministrazione, ai sensi dell'art. 2443 del Codice Civile, della facoltà di aumentare il capitale sociale a pagamento e in via scindibile, entro il periodo di 3 anni dalla data della deliberazione, mediante emissione di azioni ordinarie aventi le medesime caratteristiche di quelle in circolazione, da offrire in opzione agli aventi diritto, per un importo massimo, comprensivo di eventuale sovrapprezzo, di Euro 3.000.000,00 (l'“Aumento di Capitale Ulteriore”);
- l'attribuzione al Consiglio di Amministrazione, ai sensi dell'art. 2420-ter del Codice Civile, della facoltà di emettere, entro il periodo di 3 anni dalla data della deliberazione, obbligazioni convertibili in azioni ordinarie della Società, per un ammontare massimo di Euro 10.000.000,00, con conseguente aumento di capitale a servizio della conversione per un importo massimo, comprensivo di eventuale sovrapprezzo, di Euro 10.000.000,00, mediante emissione di azioni ordinarie aventi le medesime caratteristiche di quelle in circolazione, il tutto con esclusione del diritto di opzione ai sensi dell'art. 2441, comma 5, del Codice Civile, da riservare in sottoscrizione esclusivamente agli istituti di credito titolari di crediti chirografari e parti dell'Accordo di Ristrutturazione dei Debiti (il “Convertendo” e l'“Aumento di Capitale a Servizio”).

In particolare, l'Aumento di Capitale Conversione è riservato in sottoscrizione esclusivamente agli istituti di credito titolari di crediti chirografari di categoria B e parti dell'Accordo di Ristrutturazione dei Debiti e dunque riservato in sottoscrizione esclusivamente ai seguenti istituti di credito:

- UniCredit S.p.A.;
- Banca Popolare di Bergamo S.p.A.;
- Unione di banche italiane Società cooperativa per azioni, e, in forma abbreviata, “UBI Banca”;
- Banca Popolare di Milano Soc. Coop. a. r.l. con denominazione abbreviata “BIPIEMME” o “B.P.M.”;
- Banco Popolare - Società Cooperativa;
- Intesa Sanpaolo S.p.A.;
- Banca Monte dei Paschi di Siena S.p.A.;
- Banca Nazionale del Lavoro S.p.A., con denominazione abbreviata “B.N.L. S.p.A.”;
- Banca Popolare di Sondrio - Società cooperativa per azioni.

Gli Amministratori segnalano che l'Accordo di Ristrutturazione dei Debiti è stato sottoscritto anche da Banca Regionale Europea S.p.A.. Tale banca è, tuttavia, esclusivamente titolare di crediti chirografari di categoria A (relativi alla gestione dei *non performing loans*), pertanto non rientra tra i soggetti a cui riservare in sottoscrizione l'Aumento di Capitale Conversione, che è destinato appunto, ai sensi e per gli effetti dell'Accordo di Ristrutturazione dei Debiti, agli istituti di credito titolari di crediti chirografari di categoria B.

La sottoscrizione dell'Aumento di Capitale Conversione da parte delle banche si realizzerà mediante compensazione tra una porzione di crediti chirografari di categoria B vantati da tali istituti nei confronti della Società (crediti liquidi ed esigibili alla data della compensazione) e l'ammontare equivalente del debito da sottoscrizione delle relative azioni ordinarie di Gabetti, da emettersi in esecuzione dell'Aumento di Capitale Conversione.

La sottoscrizione dell'Aumento di Capitale Conversione da parte delle banche avverrà nel rispetto del criterio di proporzionalità tra le banche stesse, cioè nella medesima proporzione cui ciascun istituto di credito partecipa, al 31 dicembre 2012, ai crediti chirografari di categoria B del Gruppo Gabetti. In particolare, gli Amministratori specificano che l'Aumento di Capitale Conversione sarà sottoscritto da parte delle banche come di seguito indicato:

Nominativo Banca	% cui ciascuna Banca partecipa, al 31 dicembre 2012, ai crediti chirografari di categoria B del Gruppo Gabetti	Importo dell'Aumento di Capitale Conversione da sottoscrivere (valori in Euro arrotondati)
UniCredit S.p.A.	34,7%	6.937.217
Banca Popolare di Bergamo S.p.A.	3,1%	631.077
Unione di banche italiane Società coop. per azioni	0,7%	136.925
Banca Popolare di Milano Soc. Coop. a. r.l.	18,1%	3.622.093
Banco Popolare - Società Cooperativa	14,3%	2.861.945
Intesa Sanpaolo S.p.A.	10,9%	2.178.532
Banca Monte dei Paschi di Siena S.p.A.	8,6%	1.720.318
Banca Nazionale del Lavoro S.p.A.	7,4%	1.470.906
Banca Popolare di Sondrio - Società coop. per azioni	2,2%	440.987
Totale	100%	20.000.000

Come già accennato nel precedente paragrafo intitolato “Motivo ed oggetto dell’incarico”, gli Amministratori segnalano che, ai sensi dell’Accordo di Ristrutturazione dei Debiti, la sottoscrizione dell’Aumento di Capitale Conversione da parte delle banche avverrà subordinatamente alla integrale sottoscrizione e liberazione dell’Aumento di Capitale in Opzione e che il prezzo dell’Aumento di Capitale Conversione dovrà essere pari al prezzo di emissione delle nuove azioni di cui all’Aumento di Capitale in Opzione.

Il Consiglio di Amministrazione, in forza e nell’ambito della delega conferitagli, ai sensi dell’art. 2443 del Codice Civile, dall’Assemblea del 28 giugno 2013, intende deliberare l’Aumento di Capitale Conversione.

L’Aumento di Capitale Conversione è volto (i) all’attuazione delle misure previste dal Piano Strategico 2013-2016; (ii) all’attuazione delle previsioni dell’Accordo di Ristrutturazione dei Debiti; e (iii) alla ripatrimonializzazione della Società, stante il ricorrere della fattispecie di cui all’art. 2447 del Codice Civile rilevata con riferimento al bilancio al 31 dicembre 2012 e tuttora persistente.

In ordine all’attuazione delle misure previste dal Piano Strategico 2013-2016 e all’attuazione delle previsioni dell’Accordo di Ristrutturazione dei Debiti, l’Aumento di Capitale Conversione rappresenta, a parere degli Amministratori, un punto fondamentale a supporto del Piano Strategico 2013-2016 e dell’Accordo di Ristrutturazione dei Debiti, la cui attuazione è di primario interesse per la Società. In particolare, l’Aumento di Capitale Conversione si inserisce nel più ampio progetto di risanamento economico, patrimoniale e finanziario del Gruppo Gabetti necessario, tra l’altro, a preservare il valore della Società e ciò anche nell’interesse dei soci diversi da coloro a cui è riservata la sottoscrizione dell’Aumento di Capitale Conversione. L’esecuzione dell’Aumento di Capitale Conversione avrà l’effetto di migliorare la composizione del passivo della Società, diminuendo il debito finanziario dell’importo massimo di Euro 20.000.000,00 ed incrementando *pro tanto* il patrimonio netto.

La riduzione del debito comporterà, altresì, la riduzione degli oneri finanziari con un impatto positivo sul conto economico. Per quanto riguarda la ripatrimonializzazione della Società, l'Aumento di Capitale Conversione, unitamente all'Aumento di Capitale in Opzione e all'esecuzione parziale dell'aumento di capitale sociale deliberato dall'Assemblea in data 14 settembre 2012 e 28 giugno 2013 e relativo agli NPL, consentirà alla Società di far venir meno i presupposti di cui agli artt. 2447 e 2446 del Codice Civile.

Per i motivi sopra esposti, il Consiglio di Amministrazione ritiene che sia nell'interesse della Società esercitare la delega conferitagli, ai sensi dell'art. 2443 del Codice Civile, dall'Assemblea del 28 giugno 2013 ed aumentare il capitale sociale di Gabetti, per un importo massimo, comprensivo di eventuale sovrapprezzo, di Euro 20.000.000,00, da offrire, con esclusione del diritto di opzione ai sensi dell'art. 2441, comma 5 del Codice Civile, alle banche suindicate. Il Consiglio di Amministrazione ritiene, infatti, che l'Aumento di Capitale Conversione sia lo strumento più corretto per l'attuazione del Piano Strategico 2013-2016 e dell'Accordo di Ristrutturazione dei Debiti, nonché per la ripatrimonializzazione della Società.

3. NATURA E PORTATA DELLA PRESENTE RELAZIONE

La presente relazione, emessa ai sensi dell'art. 158 comma 1 del D.Lgs. 24 febbraio 1998, n. 58 e dell'art. 2441, comma 6, del Codice Civile, ha la finalità di fornire agli Azionisti idonee informazioni in ordine ai criteri adottati dagli Amministratori per la determinazione del prezzo di emissione delle azioni ai fini del previsto aumento di capitale, che è privo del diritto d'opzione ai sensi dell'art. 2441, comma 5, del Codice Civile, in quanto la Società lo esige per le ragioni illustrate nella relazione degli Amministratori.

La presente relazione indica i metodi seguiti dagli Amministratori per la determinazione del prezzo di emissione delle azioni e le eventuali difficoltà di valutazione dagli stessi incontrate; essa contiene inoltre le nostre considerazioni sull'adeguatezza, nelle circostanze, di tali metodi, sotto il profilo della loro ragionevolezza e non arbitrarietà.

Nell'esaminare i metodi di valutazione adottati dagli Amministratori, 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) qualsiasi considerazione in ordine ai profili di opportunità e convenienza per i soggetti interessati dell'operazione di Aumento di Capitale Conversione.

4. DOCUMENTAZIONE UTILIZZATA

Nello svolgimento del nostro lavoro abbiamo ottenuto direttamente dalla Società i documenti e le informazioni ritenuti utili nella fattispecie.

Abbiamo analizzato la documentazione ricevuta ed in particolare:

- il verbale della riunione del Consiglio di Amministrazione di Gabetti Property Solutions S.p.A. del 27 maggio 2013, che contiene la Relazione Illustrativa relativa alla proposta di attribuzione al Consiglio di Amministrazione, ai sensi dell'art. 2443 del Codice Civile, della facoltà di aumentare il capitale sociale a pagamento e in via scindibile, entro il periodo di tre anni dalla data della deliberazione, mediante emissione di azioni ordinarie aventi le stesse caratteristiche di quelle in circolazione, con esclusione del diritto di opzione ai sensi dell'art. 2441, comma 5, del Codice Civile, per un importo massimo, comprensivo di eventuale sovrapprezzo, di Euro 20.000.000,00;

- il verbale dell'Assemblea Straordinaria degli Azionisti, tenutasi in prima convocazione in data 28 giugno 2013, che ha deliberato in merito alla proposta di attribuzione di delega al Consiglio di Amministrazione, ai sensi dell'art. 2443 del Codice Civile;
- le bozze della Relazione Illustrativa degli Amministratori, trasmesseci in data 25 luglio 2013, 10 settembre 2013, 13 settembre 2013, 18 settembre 2013, 16 ottobre e 24 ottobre, predisposte ai sensi dell'art. 2441 comma 6 del Codice Civile in relazione all'Aumento di Capitale Conversione;
- la Relazione Illustrativa approvata dal Consiglio di Amministrazione e datata 28 ottobre 2013, che illustra la proposta di aumento del capitale sociale, con esclusione del diritto d'opzione ai sensi dell'art. 2441 comma 5 del Codice Civile e che indica i criteri adottati dagli Amministratori per la determinazione del prezzo di emissione delle emittende azioni, a fronte della conversione di Euro 20.000.000,00 di debiti chirografari di categoria B da parte degli istituti bancari;
- conferma dell'avvenuta approvazione della Relazione Illustrativa di cui al punto precedente da parte del Consiglio di Amministrazione del 28 ottobre 2013;
- lo Statuto vigente della Società, per le finalità di cui al presente lavoro;
- il Piano Strategico 2013-2016, approvato in data 14 maggio 2013 dal Consiglio di Amministrazione;
- l'Asseverazione del dottor Silvano Cremonesi ai sensi dell'art. 182-bis della Legge Fallimentare, emessa in data 19 giugno 2013, in merito alla veridicità dei dati del Piano Strategico 2013-2016 e all'attuabilità dell'Accordo di Ristrutturazione del Debito;
- l'Accordo di Ristrutturazione del Debito sottoscritto con gli istituti bancari in data 20 giugno 2013;
- il bilancio separato e consolidato di Gabetti Property Solutions S.p.A. al 31 dicembre 2012, con le relative relazioni di revisione emesse dalla nostra società in data 15 maggio 2013 e contenenti, tra l'altro, un richiamo d'informativa inerente all'esistenza di *"significativi fattori d'incertezza che possono far sorgere dubbi significativi sulla capacità del Gruppo di continuare la propria operatività per un prevedibile futuro"*;
- la relazione semestrale consolidata di Gabetti Property Solutions S.p.A. al 30 giugno 2013, con la relativa relazione di revisione limitata emessa dalla nostra società in data 2 agosto 2013, anch'essa contenente, tra l'altro, un richiamo d'informativa inerente all'esistenza di *"significativi fattori d'incertezza che possono far sorgere dubbi significativi sulla capacità del Gruppo di continuare la propria operatività per un prevedibile futuro"*;
- la documentazione di dettaglio comprensiva dei calcoli di valutazione predisposta dagli Amministratori, in merito ai criteri ed alle modalità di determinazione del prezzo di emissione delle nuove azioni di Gabetti, afferenti all'Aumento di Capitale Conversione, proposto per l'operazione in esame;
- ogni ulteriore dettaglio ed elemento utile emerso dalla discussione con gli Amministratori;
- elementi contabili, extracontabili e di tipo statistico, nonché ogni altra informazione considerata rilevante ai fini dell'espletamento del nostro incarico.

Abbiamo inoltre ottenuto attestazione, mediante lettera rilasciata dalla Società in data 28 ottobre 2013, che, per quanto a conoscenza della Direzione di Gabetti Property Solutions S.p.A., non sono intervenute modifiche significative ai dati ed alle informazioni presi in considerazione nello svolgimento delle nostre analisi.

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

L'art. 2441 comma 5 del Codice Civile consente, qualora l'interesse della Società lo esiga, di escludere o limitare il diritto d'opzione, a condizione che la deliberazione sia adottata da tanti soci che rappresentino oltre la metà del capitale sociale, anche se la deliberazione è presa in assemblea di convocazione successiva alla prima. Si ricorda che, nell'ambito dell'Assemblea Straordinaria degli Azionisti del 28 giugno 2013 i Soci hanno, tra l'altro, attribuito la delega al Consiglio di Amministrazione, ai sensi dell'art. 2443 del Codice Civile, di aumentare il capitale sociale a pagamento e in via scindibile, entro il periodo di 3 anni dalla data della deliberazione, mediante emissione di azioni ordinarie aventi le medesime caratteristiche di quelle in circolazione, con esclusione del diritto di opzione ai sensi dell'art. 2441, comma 5, del Codice Civile, per un importo massimo, comprensivo di eventuale sovrapprezzo, di Euro 20.000.000,00, da riservare in sottoscrizione esclusivamente agli istituti di credito titolari di crediti chirografari e parti dell'Accordo di Ristrutturazione dei Debiti.

Il successivo comma 6 del medesimo articolo 2441 prescrive che la proposta di aumento del capitale debba essere illustrata dagli Amministratori con apposita relazione, dalla quale devono risultare le ragioni dell'esclusione (o della limitazione) del diritto di opzione ed i criteri adottati per la determinazione del prezzo di emissione. La deliberazione dell'assemblea determina il prezzo di emissione in base al valore del patrimonio netto tenendo conto, per le azioni quotate in mercati regolamentati, anche dell'andamento delle quotazioni nell'ultimo semestre.

La relazione degli Amministratori, predisposta ai sensi dell'art. 2441 comma 6 del Codice Civile, illustra i criteri di valutazione adottati per la determinazione del prezzo di emissione delle azioni, nonché le ragioni che richiedono l'esclusione del diritto d'opzione.

Innanzitutto il Consiglio di Amministrazione, al fine di determinare il prezzo di emissione delle azioni ordinarie di nuova emissione, tiene conto del disposto dell'articolo 2441, comma 6, del Codice Civile che, come detto, 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.

Gli Amministratori evidenziano inoltre 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 6, 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.

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 - V. 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"*. Viene indicato inoltre che *"(...) 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 precisa che 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 patrimoniale semplice, inteso nell'accezione di "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 in capo alla Società.

Nella fattispecie, data la struttura societaria del Gruppo e le caratteristiche degli *asset* inclusi nello stesso, gli Amministratori hanno ritenuto opportuno valutare le partecipazioni detenute mediante l'utilizzo di metodi finanziari (*discounted cash flow* o DCF), applicati solitamente per le società di servizi. In particolare, il metodo 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 la società sarà in grado di generare in futuro, scontati ad un tasso rappresentato dal 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 sulle previsioni di piano derivanti dagli aumenti di capitale in precedenza descritti e previsti nell'Accordo di Ristrutturazione dei Debiti.

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, si basa sul presupposto della continuità aziendale.

Il Consiglio di Amministrazione segnala che il metodo della somma delle parti sarà applicato con riferimento alla più prossima situazione patrimoniale approvata dalla Società che, anche in considerazione del valore intangibile legato al marchio Gabetti ed agli altri marchi del Gruppo non valorizzati contabilmente, non potrà in ogni caso essere inferiore ad Euro 0,00.

Come indicato nella Relazione Illustrativa, il Consiglio di Amministrazione, considerate le previsioni di cui all'articolo 2441, comma 6, del Codice Civile, che dispone che il prezzo di emissione delle nuove azioni è determinato tenendo conto anche dell'andamento delle quotazioni di borsa 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 terzo giorno di negoziazione antecedente l'inizio del periodo di offerta in opzione di cui all'Aumento di Capitale in Opzione.

Il Consiglio di Amministrazione ha quindi ritenuto di adottare quale metodologia per la determinazione del prezzo di emissione delle nuove azioni ordinarie anche il criterio della quotazione di borsa quale metodo altrettanto idoneo a fornire una indicazione del valore attribuito dal mercato alla Società, in quanto incorpora, almeno in parte, le informazioni a disposizione degli investitori e le aspettative da loro maturate in relazione alle strategie aziendali ed alle *performance* future.

Il Consiglio di Amministrazione, ai fini della determinazione del prezzo di emissione delle nuove azioni ordinarie, ha ritenuto di tenere conto della media ponderata (anziché di quella aritmetica) delle quotazioni del titolo Gabetti Property Solutions riferita ad 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 formatisi a fronte di un maggiore volume di negoziazioni;

- l'orizzonte temporale di 6 mesi, rispetto ad orizzonti temporali più brevi quali quelli di 1 mese e di 3 mesi, consente di mitigare gli effetti che potrebbero derivare da eventuali fluttuazioni anomale delle quotazioni di Borsa.

Il Consiglio di Amministrazione ha ritenuto di fissare come data di riferimento il terzo giorno di negoziazione antecedente l'inizio del periodo di offerta in opzione di cui all'Aumento di Capitale in Opzione, tenuto conto delle previsioni dall'Accordo di Ristrutturazione dei Debiti che dispongono:

- che il prezzo dell'Aumento di Capitale Conversione è pari al prezzo di emissione delle azioni di nuova emissione di cui all'Aumento di Capitale in Opzione;
- che la sottoscrizione dell'Aumento di Capitale Conversione da parte delle banche avverrà subordinatamente alla integrale sottoscrizione e liberazione dell'Aumento di Capitale in Opzione.

Alla luce di quanto sopra esposto, il Consiglio di Amministrazione ha ritenuto adeguato adottare, quale criterio per la determinazione del prezzo di emissione delle nuove azioni ordinarie, la media ponderata tra il valore determinato applicando il metodo per "somma delle parti" ed il valore determinato dalla media ponderata delle quotazioni del titolo Gabetti riferita ad un arco temporale di 6 mesi, come sopra indicato. Nell'effettuare tale media ponderata, gli Amministratori hanno considerato di attribuire al valore economico per azione determinato in base al valore del patrimonio netto della Società un peso pari ad 1/3, mentre hanno considerato di attribuire al valore per azione risultante dalla media ponderata delle quotazioni del titolo Gabetti riferita ad un arco temporale di 6 mesi un peso pari a 2/3.

Come riportato nella Relazione Illustrativa, 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 risiedono 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 la metodologia del DCF, essendo basata su dati coerenti con quelli utilizzati ai fini del test di *impairment*, riflette valori stimati sulla base di parametri valutativi che, in ragione delle condizioni patrimoniali della Società, incorporano ipotesi conservative e prudenti.

Gli Amministratori evidenziano altresì che la correzione dei prezzi di Borsa mediante la ponderazione con il valore derivante dal metodo del patrimonio netto 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 un'adeguata conferma nel valore fondamentale della Società, tenuto conto della particolare situazione 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 ad 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*.

6. DIFFICOLTÀ' DI VALUTAZIONE RISCOSTRATE DAL CONSIGLIO DI AMMINISTRAZIONE

Nella relazione del Consiglio di Amministrazione vengono evidenziati i seguenti limiti e difficoltà di valutazione:

- le stime del valore economico della Società sono effettuate utilizzando dati e proiezioni economico-finanziarie, per loro natura aleatorie, derivanti dal Piano Strategico 2013-2016. La valutazione è inevitabilmente condizionata dal verificarsi delle assunzioni e dal raggiungimento dei risultati prospettici indicati in tale piano, 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 soggetta all'andamento non prevedibile dei mercati finanziari.

7. LAVORO SVOLTO

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

- esame critico del criterio adottato dagli Amministratori per la determinazione del prezzo di emissione delle azioni, onde riscontrarne il contenuto, nelle circostanze, ragionevole, motivato e non arbitrario;
- considerato gli elementi necessari ad accertare che tale criterio fosse tecnicamente idoneo, nelle specifiche circostanze, sotto un profilo di ragionevolezza e non arbitrarietà, a determinare un prezzo di emissione delle azioni;
- riscontrato la completezza e non contraddittorietà delle motivazioni indicate dal Consiglio di Amministrazione in merito alla scelta del predetto criterio;
- discusso con la Direzione della Società sulle principali assunzioni relative al Piano Strategico 2013-2016, allo scopo di verificarne la ragionevolezza, ferme restando le incertezze ed i limiti connessi ad ogni elaborazione di carattere previsionale;
- letto i verbali del Consiglio di Amministrazione, del Collegio Sindacale e dell'Assemblea dei Soci, dell'esercizio in corso e sino alla data della presente relazione;
- verificata la coerenza dei dati utilizzati con le fonti di riferimento e, in particolare, con la "documentazione utilizzata";
- ottenuta formale attestazione dai legali rappresentanti della Società sugli elementi di valutazione che ci sono stati messi a disposizione e sul fatto che, alla data della presente relazione, non sussistano modifiche significative da apportare ai dati di riferimento e ad ogni altro elemento rilevante preso in considerazione;
- considerato le risultanze dei bilanci separato e consolidato di Gabetti Property Solutions S.p.A. al 31 dicembre 2012, la relazione finanziaria semestrale consolidata del Gruppo Gabetti al 30 giugno 2013 e le relative relazioni di revisione da noi emesse, contenenti, tra l'altro, un richiamo d'informativa inerente all'esistenza di "*significativi fattori d'incertezza che possono far sorgere dubbi significativi sulla capacità del Gruppo di continuare la propria operatività per un prevedibile futuro*".

8. COMMENTI E PRECISAZIONI SULL'ADEGUATEZZA DEI METODI UTILIZZATI E SULLA VALIDITA' DELLE STIME

Prima di procedere al commento dei metodi utilizzati e della loro adeguatezza nelle circostanze, in termini di ragionevolezza e non arbitrarietà, richiamiamo in sintesi alcuni eventi ritenuti significativi per inquadrare l'attuale situazione economico-finanziaria della Società, come descritta nella relazione, datata 2 agosto 2013, da noi emessa sulla revisione contabile limitata della relazione finanziaria semestrale al 30 giugno 2013 di Gabetti Property Solutions S.p.A.:

"(...) al 30 giugno 2013 il patrimonio netto consolidato del Gruppo risulta negativo per Euro 28,6 milioni, comprensivo di una perdita netta del periodo di Euro 2,8 milioni. La posizione finanziaria netta del Gruppo risulta negativa per Euro 53,5 milioni, con un incremento di Euro 4,1 milioni rispetto al 31 dicembre 2012.

Sempre al 30 giugno 2013 il patrimonio netto della Capogruppo risulta negativo per Euro 27,8 milioni, a fronte di un capitale sociale sottoscritto e versato di Euro 19 milioni, ricorrendo pertanto la fattispecie di cui all'art. 2447 del Codice Civile. A tale riguardo, gli Amministratori ricordano che in data 20 giugno 2013 Gabetti Property Solutions S.p.A. ha sottoscritto con gli istituti di credito l'Accordo di Ristrutturazione dei Debiti ex art. 182-bis Legge Fallimentare, che prevede importanti interventi sul capitale sociale dell'Emittente. In data 26 giugno 2013 Gabetti Property Solutions S.p.A. ha depositato presso il Tribunale di Milano la domanda ai sensi dell'art. 182-bis Legge Fallimentare per l'omologazione dell'Accordo di Ristrutturazione dei Debiti.

(...) A seguito del perdurare della difficile congiuntura economica e finanziaria che ha avuto riflessi particolarmente negativi nel mercato immobiliare e che ha portato il Gruppo Gabetti alla situazione di deficit patrimoniale e tensione finanziaria sopra delineata, il Management nominato lo scorso novembre 2012, preso atto dei risultati maturati fino a tale data e di quelli prospettici, ha ritenuto opportuno avviare la predisposizione di un nuovo Piano Strategico del Gruppo Gabetti per il periodo 2013-2016 (il "Piano Strategico 2013-2016") ed avviare una negoziazione con le banche finanziatrici per un nuovo accordo che tenga conto dell'evoluzione dello stesso.

Il Piano Strategico 2013-2016, approvato dal Consiglio di Amministrazione in data 14 maggio 2013, basa i propri presupposti sullo sviluppo dell'attività core del Gruppo dell'intermediazione immobiliare, comprensiva dell'attività del franchising immobiliare (Agency) e di erogazione di servizi tecnici a supporto degli operatori del settore immobiliare (Technical Services). Il Piano in sintesi prevede una ulteriore razionalizzazione della struttura del Gruppo ed una riduzione dei costi fissi, anche a seguito di alcune rivisitazioni del modello di business, con un significativo abbassamento del livello di break-even sul fatturato ed una conseguente sensibile riduzione del profilo di rischio del Gruppo, attraverso una attività di profonda riorganizzazione delle strutture di business, con l'obiettivo di rendere più snella e flessibile la struttura dei costi.

Gli Amministratori informano che in data 20 giugno 2013 il Gruppo Gabetti ha sottoscritto un nuovo Accordo di Ristrutturazione dei Debiti con le banche creditrici, nell'ambito del nuovo Piano Strategico 2013-2016, asseverato il 19 giugno 2013 da un esperto indipendente ai sensi dell'art. 182-bis Legge Fallimentare, in merito alla veridicità dei dati e all'attuabilità del suddetto Accordo di Ristrutturazione, con particolare riferimento alla idoneità dello stesso ad assicurare il regolare ed integrale pagamento dei creditori estranei all'accordo, ritenendolo realizzabile e ragionevole e, pertanto, idoneo ad assicurare il risanamento e il riequilibrio della situazione patrimoniale e finanziaria del Gruppo. L'Accordo di Ristrutturazione dei Debiti, sostanzialmente prevede:

- *riscadenziamento del debito finanziario chirografario consolidato di categoria B, prevedendo un periodo di pre-ammortamento per il rimborso delle quote capitale della durata di 2 anni ed un rimborso del debito residuo a partire dal 2015 sino al 2020;*
- *per tutti i debiti chirografari di categoria A (c.d. "non performing loans") stessi meccanismi di rimborso previsti nel precedente Accordo (perfezionato il 27 luglio 2012 e poi modificato il 13 settembre 2012), ma traslati sino al 31 dicembre 2020, con un meccanismo di conversione in capitale di Gabetti Property Solutions S.p.A. delle eventuali perdite subite dal Gruppo Gabetti nella gestione degli stessi;*
- *mantenimento dei tassi d'interesse agevolati sull'indebitamento finanziario consolidato in linea con il precedente Accordo, con interessi che saranno corrisposti in via annuale a partire dal 2014;*
- *riscadenziamento degli interessi scaduti, maturati nel periodo ottobre 2011/dicembre 2012, al 31 dicembre 2013;*
- *aumento di capitale sociale garantito di Euro 19 milioni a pagamento;*
- *impegno alla sottoscrizione da parte di Marfin S.r.l. (Gruppo Marcegaglia) di tutto l'aumento di capitale inclusa la parte che dovesse rimanere inoperta;*
- *conversione da parte delle banche creditrici di Euro 20 milioni in capitale di Gabetti Property Solutions S.p.A. di debito chirografario di categoria B;*
- *conversione da parte delle banche di Euro 10 milioni in un Prestito Obbligazionario Convertendo fruttifero, con rimborso a scadenza nel 2023, ovvero conversione automatica in capitale di Gabetti Property Solutions S.p.A. al verificarsi di determinati eventi ("Trigger event");*
- *nel caso in cui si verificasse il "Trigger event" con successiva conversione del Prestito Obbligazionario Convertendo fruttifero, verrà effettuato un ulteriore aumento di capitale garantito per 3 milioni di Euro per cassa;*
- *rinuncia da parte di Gabetti Property Solutions S.p.A. al finanziamento di Euro 6 milioni ed alla relativa quota interessi, concessi a Investment Services S.p.A. (holding della ex "BU Investment", ora "Gruppo Investment Services") in data 21 settembre 2012;*
- *riduzione da Euro 8 milioni ad Euro 4,5 milioni della garanzia che Gabetti Property Solutions S.p.A. si era impegnata nel luglio 2012 a prestare ai creditori bancari delle società che fanno parte del Gruppo Investment Services e rinuncia, a fine liquidazione delle società facenti parte Gruppo Investment Services, al rimborso del credito di regresso residuo verso Investment Services S.p.A..*

(...) L'eventuale mancato raggiungimento anche solo di parte dei risultati previsti potrebbe avere effetti negativi, anche significativi, sulla situazione economica, patrimoniale e finanziaria del Gruppo.

Nel paragrafo intitolato "Continuità aziendale" delle note illustrative, gli Amministratori chiariscono che i risultati negativi consuntivati dal Gruppo Gabetti negli ultimi esercizi, il deficit patrimoniale al 30 giugno 2013 nonché le difficoltà derivanti dall'andamento del mercato di riferimento nel quale il Gruppo opera, indicano l'esistenza di significativi fattori di incertezza che possono far sorgere dubbi significativi sulla capacità dello stesso di continuare la propria operatività per un prevedibile futuro, anche tenuto conto dei fattori di rischio connessi all'attività del Gruppo e della significativa situazione di tensione finanziaria. Tuttavia, sulla base delle azioni delineate nel Piano Strategico 2013-2016 e della misura rilevante degli aumenti di capitale previsti nell'Accordo di Ristrutturazione dei Debiti, nella redazione della relazione finanziaria semestrale consolidata al 30 giugno 2013, gli Amministratori hanno ritenuto che il Gruppo disporrà di mezzi patrimoniali e finanziari tali da continuare la propria operatività in un prevedibile futuro ed hanno, pertanto, predisposto tale relazione nel presupposto della continuità aziendale".

In tale contesto, in data 28 giugno 2013 l'Assemblea Straordinaria degli Azionisti ha deliberato, tra l'altro, di attribuire 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, entro il periodo di 3 anni dalla data della deliberazione, mediante emissione di azioni ordinarie aventi le medesime caratteristiche di quelle in circolazione, con esclusione del diritto di opzione ai sensi dell'art. 2441, comma 5, del Codice Civile, per un importo massimo, comprensivo di eventuale sovrapprezzo, di Euro 20.000.000,00, da riservare in sottoscrizione esclusivamente agli istituti di credito titolari di crediti chirografari e parti dell'Accordo di Ristrutturazione dei Debiti (l'"Aumento di Capitale Conversione").

In esecuzione della sopra citata delega, il Consiglio di Amministrazione, riunitosi in data 28 ottobre 2013, ha confermato ed illustrato in apposita Relazione ai sensi dell'art. 2441, comma 6, del Codice Civile l'ipotesi di criterio di determinazione del prezzo delle nuove azioni ordinarie già preliminarmente individuato, in via generale, dal Consiglio stesso in data 27 maggio 2013.

A seguito della riunione consiliare del 27 maggio 2013, la Società ci ha incaricato di predisporre la presente relazione ai sensi degli artt. 2441, comma 5 e 6 del Codice Civile e 158, comma 1, D.Lgs. 24 febbraio 1998 n. 58.

Nelle circostanze va sottolineato che l'operazione di aumento del capitale sociale rappresenta un presupposto essenziale per la continuazione dell'attività, in mancanza della quale le considerazioni sulle valutazioni effettuate e sulla congruità del criterio di determinazione del prezzo di emissione delle azioni perdono ogni rilevanza. In tale situazione, la scelta del metodo di valutazione risulta oggettivamente complessa. Considerate le finalità del parere di congruità che, nell'interpretazione corrente, è posto a tutela degli azionisti il cui diritto d'opzione viene escluso, deve ritenersi coerente con tale finalità effettuare la valutazione partendo dal presupposto della continuità aziendale.

Con riferimento al presente incarico, in considerazione delle caratteristiche dell'operazione, esprimiamo le seguenti nostre considerazioni:

- l'adozione del metodo delle quotazioni di Borsa da parte degli Amministratori trova conforto nel disposto del Codice Civile, al comma 6 dell'art. 2441;
- il metodo delle quotazioni di Borsa è, inoltre, comunemente accettato ed applicato a livello nazionale ed internazionale, risultando in linea con la miglior prassi professionale e, pertanto, ragionevole e non arbitrario;
- l'utilizzo da parte degli Amministratori di valori medi di mercato su un arco temporale piuttosto ampio, consente di minimizzare i rischi derivanti da oscillazioni significative di breve periodo delle quotazioni di Borsa e gli effetti della volatilità e degli scarsi volumi che di norma caratterizzano il titolo Gabetti; tale scelta risulta conforme alle posizioni assunte dalla dottrina ad oggi espressasi sull'argomento e pertanto è considerata ragionevole e non arbitraria. In particolare gli Amministratori hanno preso in esame la media aritmetica e la media ponderata dei corsi di Borsa su un arco temporale di 6 mesi, fissando come data di riferimento per l'orizzonte temporale individuato il terzo giorno di negoziazione antecedente l'inizio del periodo di offerta in opzione di cui all'Aumento di Capitale in Opzione. A tal riguardo, si evidenzia che un orizzonte temporale più ridotto potrebbe riflettere eventi di natura straordinaria o speculativa, mentre, in linea di principio, un orizzonte temporale più ampio potrebbe far insorgere il rischio di non incorporare informazioni sufficientemente aggiornate sul quadro aziendale e sul contesto di riferimento. 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, anziché aritmetica, dei prezzi ufficiali del titolo risulta in linea con la prassi di mercato. Come evidenziato anche nella Relazione Illustrativa degli Amministratori, l'utilizzo di una media ponderata consente, infatti, di determinare un valore medio che tenga conto della significatività dei prezzi nelle differenti giornate di contrattazione, 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 usare anche la metodologia della somma delle parti è da ritenersi ragionevole e non arbitraria, in quanto comunemente utilizzata nelle valutazioni di società *holding*, quale è Gabetti. In specie, l'adozione di tale metodica si è realizzata con l'applicazione di metodi di valutazione di tipo finanziario (*discounted cash flow*) alle partecipazioni detenute;
- gli Amministratori, nell'effettuare la ponderazione nel calcolo della media dei valori rinvenienti dalle due diverse metodiche valutative (media dei corsi di Borsa e somma delle parti) hanno considerato di attribuire al valore economico per azione determinato in base al valore del patrimonio netto della Società un peso pari ad 1/3, mentre al valore per azione risultante dalla media ponderata delle quotazioni del titolo Gabetti un peso pari a 2/3. La ponderazione di due differenti metodologie trova fondamento nella miglior dottrina, benché incorpori una qualche componente di soggettività;
- 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 risiedano 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. La correzione dei prezzi di Borsa mediante la ponderazione con il valore derivante dal metodo del patrimonio netto 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 un'adeguata conferma nel valore fondamentale della Società, tenuto conto della particolare situazione 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, in quanto lo stesso 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*;
- i metodi utilizzati dagli Amministratori, in sintesi, possono ritenersi nelle circostanze idonei a determinare il valore della Società, al fine della definizione del prezzo di emissione delle nuove azioni ordinarie Gabetti, al servizio dell'aumento di capitale riservato agli istituti di credito titolari di crediti chirografari e parti dell'Accordo di Ristrutturazione dei Debiti.

9. LIMITI SPECIFICI INCONTRATI DAL REVISORE NELL'ESPLETAMENTO DEL PRESENTE INCARICO

i) Relativamente alle principali difficoltà e limiti incontrati nello svolgimento del presente incarico, si segnala quanto segue:

- le valutazioni basate sulle quotazioni di Borsa, pur se normalizzate da medie estese a sufficienti archi temporali, sono soggette all'andamento dei mercati finanziari e possono pertanto evidenziare oscillazioni sensibili in relazione all'incertezza del quadro economico nazionale ed internazionale. L'andamento dei titoli può essere influenzato anche da pressioni speculative e fattori esogeni di carattere straordinario ed imprevedibile, indipendenti dalle prospettive economiche e finanziarie delle specifiche società;
- pur rappresentando una metodica imprescindibile nel caso di società quotate, la valutazione insita nelle quotazioni di Borsa, con riferimento al titolo Gabetti, presenta inevitabilmente dei limiti, legati ai minimi volumi scambiati, alla significativa volatilità degli andamenti ed al basso flottante;
- la valutazione del capitale economico effettuata con i metodi DCF per somma delle parti, basandosi su dati previsionali, è naturalmente influenzata dall'effettivo realizzarsi delle assunzioni e delle ipotesi fondamentali del Piano Strategico 2013-2016, il cui verificarsi dipende dai futuri scenari dei mercati di riferimento soggetti ad incertezze significative.

ii) Si richiama inoltre l'attenzione sui seguenti aspetti di rilievo:

- come indicato nella relazione da noi emessa in data 2 agosto 2013 sulla revisione contabile limitata della relazione finanziaria semestrale al 30 giugno 2013 di Gabetti Property Solutions S.p.A.:

"(...) al 30 giugno 2013 il patrimonio netto consolidato del Gruppo risulta negativo per Euro 28,6 milioni, comprensivo di una perdita netta del periodo di Euro 2,8 milioni. La posizione finanziaria netta del Gruppo risulta negativa per Euro 53,5 milioni, con un incremento di Euro 4,1 milioni rispetto al 31 dicembre 2012.

Sempre al 30 giugno 2013 il patrimonio netto della Capogruppo risulta negativo per Euro 27,8 milioni, a fronte di un capitale sociale sottoscritto e versato di Euro 19 milioni, ricorrendo pertanto la fattispecie di cui all'art. 2447 del Codice Civile.

(...) Nel paragrafo intitolato "Continuità aziendale" delle note illustrative, gli Amministratori chiariscono che i risultati negativi consuntivati dal Gruppo Gabetti negli ultimi esercizi, il deficit patrimoniale al 30 giugno 2013 nonché le difficoltà derivanti dall'andamento del mercato di riferimento nel quale il Gruppo opera, indicano l'esistenza di significativi fattori di incertezza che possono far sorgere dubbi significativi sulla capacità dello stesso di continuare la propria operatività per un prevedibile futuro, anche tenuto conto dei fattori di rischio connessi all'attività del Gruppo e della significativa situazione di tensione finanziaria";

- L'efficacia dell'Accordo di Ristrutturazione dei Debiti, da cui dipende la continuità aziendale del Gruppo Gabetti, è subordinata al passaggio in giudicato del decreto di omologa dell'accordo ex art. 182-bis della Legge Fallimentare relativo alle società facenti parte del Gruppo Gabetti ed al ricevimento di risposta positiva da parte della Consob in merito alla insussistenza in capo alle banche creditrici e/o a Marfin S.r.l. dell'obbligo di effettuare un'offerta pubblica di acquisto sulle azioni Gabetti ai sensi dell'art. 106 del D.Lgs. 58/1998, in virtù dell'effettuazione degli aumenti di capitale sociale previsti nello stesso Accordo di Ristrutturazione. Altresì, tale efficacia è subordinata al passaggio in giudicato del decreto di omologa dell'accordo ex art. 182-bis della Legge Fallimentare, relativo alle società facenti parte del Gruppo Investment Services. Si evidenzia che, in data 3 ottobre 2013 (con provvedimento depositato in cancelleria in data 17 ottobre 2013) il Tribunale di Milano ha emesso il decreto di omologazione dell'Accordo di Ristrutturazione dei Debiti, che è stato pubblicato al Registro delle Imprese di Milano in data 21 ottobre 2013. Sempre in data 3 ottobre 2013 (con provvedimento depositato in cancelleria in data 17 ottobre 2013) il Tribunale di Milano ha, inoltre, emesso il decreto di omologazione dell'accordo di ristrutturazione dei debiti relativo alle società facenti parte del Gruppo Investment Services, che è stato depositato al Registro delle Imprese di Milano ai fini della pubblicazione in data 18 ottobre 2013. Alla data della presente relazione la risposta di Consob sull'insussistenza dell'obbligo di effettuare un'offerta pubblica di acquisto non è ancora stata ottenuta.

10. CONCLUSIONI

Tutto ciò premesso, sulla base della documentazione esaminata e delle procedure sopra descritte, tenuto conto della natura e portata del nostro lavoro, come indicato nella presente relazione, e fermo restando quanto evidenziato al precedente paragrafo 9., riteniamo che il criterio proposto dagli Amministratori in applicazione del disposto dell'art. 2441, sesto comma, ultimo periodo, del Codice Civile sia adeguato, in quanto nelle circostanze ragionevole e non arbitrario, ai fini della determinazione di un prezzo di emissione di nuove azioni ordinarie per un importo massimo, comprensivo di eventuale sovrapprezzo, di Euro 20.000.000,00, da riservare in sottoscrizione esclusivamente agli istituti di credito titolari di crediti chirografari di categoria B e parti dell'Accordo di Ristrutturazione dei Debiti sottoscritto in data 20 giugno 2013.

Milano, 28 ottobre 2013

BDO S.p.A.

Maurizio Vanoli
(Un Amministratore)