

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

**Agli Azionisti di
Aedes SIIQ S.p.A.**

1. MOTIVO ED OGGETTO DELL'INCARICO

In relazione alla proposta di aumento di capitale sociale con esclusione del diritto di opzione ai sensi degli articoli 2441, quinto comma, del Codice Civile e 158, primo comma, del D. Lgs. 58/98 ("TUIF"), abbiamo ricevuto dalla società Aedes SIIQ S.p.A. (nel seguito anche "Aedes" o la "Società") la relazione del Consiglio di Amministrazione datata 13 maggio 2020 ai sensi dell'art. 2441, sesto comma, del Codice Civile ("Relazione degli Amministratori" o "Relazione"), che illustra e motiva la suddetta proposta di aumento di capitale con esclusione del diritto d'opzione, indicando i criteri adottati dal Consiglio di Amministrazione per la determinazione del prezzo delle azioni di nuova emissione.

La proposta del Consiglio di Amministrazione, così come descritta nella Relazione degli Amministratori, ha per oggetto un'operazione di aumento del capitale sociale di Aedes per l'importo di Euro 10 milioni da perfezionarsi mediante emissione di n. 2.683.759 azioni ordinarie e di n. 5.316.241 azioni con diritto di voto limitato a particolari argomenti e convertibili in azioni ordinarie ("Azioni Speciali" e, insieme alle n. 2.683.759 azioni ordinarie, le "Nuove Azioni"), prive di valore nominale espresso, al prezzo unitario di Euro 1,25 ("Prezzo di Emissione") aventi godimento regolare, riservato in sottoscrizione ad Augusto S.p.A. ("Augusto"), ai sensi del quinto comma dell'art. 2441 del Codice Civile, da liberarsi mediante compensazione dei crediti vantati da Augusto verso la Società e rivenienti dal contratto di finanziamento soci sottoscritto in data 20 aprile 2017 ("Aumento Riservato").

La proposta del suddetto Aumento Riservato sarà sottoposta all'approvazione dell'Assemblea Straordinaria della Società fissata in unica convocazione per il giorno 18 giugno 2020.

Ai fini della determinazione del Prezzo di Emissione delle azioni derivanti dall'Aumento Riservato il Consiglio di Amministrazione di Aedes si è avvalso dell'attività di supporto dell'*advisor* finanziario Intermonte SIM S.p.A. ("Advisor").

In riferimento all'operazione descritta, il Consiglio di Amministrazione della Società ci ha conferito l'incarico di esprimere, ai sensi dell'art. 2441, quinto e sesto comma, del Codice Civile e dell'art. 158, primo comma, TUIF, il nostro parere sull'adeguatezza dei criteri proposti dagli Amministratori ai fini della determinazione del Prezzo di Emissione delle Nuove Azioni di Aedes rivenienti dall'Aumento Riservato.

2. SINTESI DELL'OPERAZIONE

Secondo quanto riferito nella Relazione degli Amministratori, l'Aumento Riservato si inserisce nell'ambito di una più ampia manovra di rafforzamento patrimoniale di Aedes che prevede, in aggiunta al suddetto Aumento Riservato, un aumento di capitale a pagamento di Euro 50 milioni (oggetto di delega ai sensi dell'articolo 2443 del Codice Civile) da esercitarsi entro il 31 luglio 2021 mediante emissione di azioni ordinarie e di Azioni Speciali in proporzione a quelle esistenti, prive di valore nominale espresso e da offrire in opzione agli aventi diritto ("Aumento in Opzione" e, congiuntamente all'Aumento Riservato, il "Piano di Rafforzamento").

Con riferimento al complessivo Piano di Rafforzamento, gli Amministratori riferiscono che in data 10 settembre 2019 l'Assemblea straordinaria degli Azionisti di Aedes aveva approvato una proposta di aumento di capitale, a pagamento, in via inscindibile, per un importo massimo pari ad Euro 50 milioni, comprensivo di sovrapprezzo, mediante emissione di nuove azioni ordinarie aventi le stesse caratteristiche di quelle in circolazione da offrire in opzione agli azionisti della Società ai sensi dell'articolo 2441, primo, secondo e terzo comma del Codice Civile, da eseguirsi entro il 30 aprile 2020 (l'"Aumento di Capitale 2019").

Nell'ambito dell'Aumento di Capitale 2019, Augusto si era impegnata a sottoscrivere per intero la quota di relativa pertinenza per circa Euro 25,6 milioni e tale impegno poteva essere assolto da Augusto anche mediante compensazione con i crediti in linea capitale derivanti dai contratti di finanziamento soci di pari importo sottoscritti tra la stessa Augusto e la Società in data 28 giugno 2019. Tuttavia, in data 24 gennaio 2020 Augusto ha rappresentato alla Società l'esistenza di uno stato di incertezza con possibili riflessi sull'ordinato esercizio, nell'ambito dell'Aumento di Capitale 2019, di n. 5.020.618 diritti di opzione spettanti ad Augusto, dipendente dall'inadempienza di un intermediario inglese depositario delle suddette azioni di proprietà di Augusto. Gli Amministratori riferiscono che tale circostanza ha comportato un differimento della tempistica di esecuzione dell'Aumento di Capitale 2019 precedentemente descritta e comunicata al mercato e un conseguente ritardo nella realizzazione delle attività previste dal piano industriale 2019-2024 (il "Piano 2019-2024").

Alla luce di tale contesto, gli Amministratori indicano che il Piano di Rafforzamento è destinato:

- per quanto attiene l'Aumento Riservato, a sostenere l'incremento di fabbisogno finanziario connesso al ritardo nell'esecuzione dell'Aumento di Capitale 2019, nonché agli effetti dell'emergenza sanitaria derivante dalla diffusione del COVID-19;
- per quanto attiene l'Aumento in Opzione, a finanziare, tra l'altro, gli investimenti previsti nel Piano 2019-2024 della Società, che gli Amministratori riferiscono sarà aggiornato nei prossimi mesi.

Augusto ha confermato il proprio impegno a sostenere il rafforzamento patrimoniale di Aedes e, in particolare:

- l'impegno a sottoscrivere l'Aumento Riservato mediante conversione in capitale di Aedes del credito in linea capitale derivante dal contratto di finanziamento soci di Euro 10 milioni sottoscritto tra la stessa Augusto e la Società in data 20 aprile 2017 con scadenza originariamente prevista al 30 aprile 2020 (il "Finanziamento Soci 2017"); e
- l'impegno a sottoscrivere la quota di sua competenza dell'Aumento in Opzione, nel limite massimo dei finanziamenti soci già interamente erogati da Augusto nel 2019 per complessivi Euro 25,6 milioni circa. A tal riguardo Augusto ha precisato, e Aedes ha preso atto, che in relazione al mandato all'Amministratore Delegato di Aedes di rivedere il Piano 2019-2024 *"qualora detto piano dovesse effettivamente essere oggetto di sostanziali revisioni che vadano oltre il riscadenziamento temporale degli eventi di piano in virtù di ritardi ad oggi accumulati, l'impegno di cui sopra resterà fermo se confermato da Augusto all'esito di deliberazioni assembleari e consiliari, in conformità allo statuto della stessa"*.

Gli Amministratori rilevano che il Piano di Rafforzamento costituisce, inoltre, una delle fonti di copertura finanziaria individuate dagli stessi Amministratori per far fronte all'indebitamento netto corrente, ai fabbisogni derivanti dal disavanzo della gestione caratteristica evidenziati dalle proiezioni di tesoreria e, infine, ai fabbisogni per gli investimenti che saranno previsti nel piano industriale all'esito del suo previsto aggiornamento. In considerazione delle esigenze di patrimonializzazione e di riequilibrio finanziario della Società e del Gruppo Aedes, il Consiglio di Amministrazione ha quindi inteso rivolgersi ad Augusto chiedendo un ulteriore supporto patrimoniale anche al fine di evitare potenziali scenari diversi dalla continuità aziendale assunta nel bilancio approvato in data 13 maggio 2020.

In tale ottica gli Amministratori rilevano che, stante la situazione della Società e lo scenario macroeconomico di contesto, Augusto è in grado di garantire un apporto patrimoniale oggi non facilmente reperibile sul mercato e che pertanto gli impegni di Augusto a sottoscrivere l'Aumento Riservato e la quota di relativa pertinenza dell'Aumento in Opzione costituiscono un tassello essenziale per ottenere gli obiettivi di rafforzamento patrimoniale cui è preordinato il Piano di Rafforzamento.

Gli Amministratori indicano nella loro Relazione che l'Aumento Riservato risponde pertanto all'interesse della Società di dotarsi in tempi contenuti di una *capital structure* più robusta, anche in considerazione dell'indebitamento finanziario della Società, cogliendo la disponibilità manifestata da Augusto di convertire il Finanziamento Soci 2017 in capitale di rischio di Aedes.

A tal fine, gli Amministratori illustrano che è previsto che l'Aumento Riservato sia liberato mediante compensazione dei crediti vantati da Augusto ai sensi del Finanziamento Soci 2017. In tale circostanza, ferma restando la posizione di Augusto quale legittima proprietaria del 51,124% del capitale di Aedes, per tenere conto della situazione di incertezza collegata all'inadempienza di un intermediario inglese presso il quale sono depositate n. 5.020.618 azioni Aedes di proprietà di Augusto, gli Amministratori propongono che nell'ambito dell'Aumento Riservato siano emesse:

- n. 2.683.759 azioni ordinarie di Aedes, per un controvalore complessivo di Euro 3.354.689,75 (e, pertanto, nell'ipotesi di eventuale definitiva perdita da parte di Augusto delle citate azioni depositate presso l'intermediario inglese, nel rispetto del limite annuo di consolidamento della partecipazione previsto dall'art. 106, comma 3, lett. b), del TUIF in materia di offerta pubblica di acquisto c.d. da consolidamento; e
- n. 5.316.241 Azioni Speciali, per un controvalore complessivo di Euro 6.645.301,25.

Le Azioni Speciali non saranno ammesse a quotazione e saranno prive di diritto di voto nelle assemblee ordinarie chiamate a nominare o revocare i membri del Consiglio di Amministrazione, saranno liberamente disponibili e saranno convertibili, nel rapporto di 1:1, in azioni ordinarie Aedes, che saranno oggetto di quotazione sul MTA, nei seguenti casi:

- (i) al momento della cessione delle Azioni Speciali da parte di Augusto a favore di terzi diversi da parti correlate di Augusto; in tal caso le Azioni Speciali si convertiranno automaticamente in azioni ordinarie Aedes;
- (ii) trascorsi 12 mesi dalla sottoscrizione delle Azioni Speciali da parte di Augusto, su semplice richiesta di Augusto. In tal caso la facoltà di conversione potrà essere esercitata esclusivamente durante 4 periodi di conversione nel corso di un anno solare, ciascuno di durata pari a 5 giorni di mercato aperto.

La Relazione degli Amministratori segnala, inoltre, che l'Aumento Riservato è qualificabile come "operazione con parte correlata" in quanto, secondo le informazioni a disposizione della Società, Augusto esercita il controllo su Aedes, essendo titolare direttamente di una partecipazione pari al 51,124% del capitale sociale. Viene precisato inoltre che tale operazione è qualificabile come di "minore rilevanza" e che l'Aumento Riservato ha ricevuto il preventivo parere favorevole del Comitato

Controllo e Rischi e Operazioni con Parti Correlate circa l'interesse della Società al compimento dell'operazione e circa la convenienza e correttezza sostanziale delle relative condizioni, ai sensi dell'art. 7 del Regolamento Consob n. 17221/2010 e ai sensi dell'art. 4 della procedura di Aedes in materia di operazioni di minore rilevanza con le parti correlate.

3. NATURA E PORTATA DEL PRESENTE PARERE

Il presente parere di congruità, emesso ai sensi degli articoli 2441, sesto comma, del Codice Civile e 158, primo comma, TUIF, ha la finalità di rafforzare l'informativa a favore degli Azionisti esclusi dal diritto di opzione, ai sensi dell'art. 2441, quinto comma, del Codice Civile, in ordine alle metodologie adottate dagli Amministratori per la determinazione del Prezzo di Emissione delle Nuove Azioni ai fini del previsto Aumento Riservato.

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

Nell'esaminare i metodi di valutazione adottati dagli Amministratori, non abbiamo effettuato una valutazione economica della Società. Tale valutazione è stata svolta esclusivamente dagli Amministratori.

Non costituisce invece oggetto del presente parere la proposta, anch'essa illustrata nella Relazione degli Amministratori, di attribuzione al Consiglio di Amministrazione, ai sensi dell'art. 2443 del Codice Civile, di una delega, da esercitarsi entro il 31 luglio 2021, per l'Aumento in Opzione.

4. DOCUMENTAZIONE UTILIZZATA

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

- Relazione degli Amministratori del 13 maggio 2020 predisposta ai sensi dell'art. 2441, sesto comma, del Codice Civile, dell'125 *ter* del TUIF e dell'art. 72 del Regolamento Consob 11971/99;
- minuta del verbale del Consiglio di Amministrazione del 13 maggio 2020;
- Statuto della Società, per le finalità di cui al presente lavoro;
- documento emesso dall'Advisor a supporto del Consiglio di Amministrazione della Società in data 12 maggio 2020;
- bilanci d'esercizio e consolidati di Aedes al 31 dicembre 2019 e al 31 dicembre 2018, da noi assoggettati a revisione legale, le cui relazioni di revisione sono state emesse senza rilievi rispettivamente in data 27 maggio 2020 e 8 aprile 2019; le relazioni di revisione sul bilancio di esercizio e sul bilancio consolidato di Aedes al 31 dicembre 2019 contengono un richiamo di informativa in relazione all'esistenza di un'incertezza significativa relativa alla continuità aziendale della Società e del Gruppo Aedes.
- Piano 2019-2024 approvato dal Consiglio di Amministrazione di Aedes in data 1 luglio 2019, nei limiti di quanto rilevante ai fini del presente parere;

- contratto relativo al Finanziamento Soci 2017 e relative modifiche intervenute in data 13 maggio 2020;
- impegno di Augusto a sottoscrivere l'Aumento Riservato mediante conversione in capitale di Aedes del credito in linea capitale derivante dal Finanziamento Soci 2017;
- il "Parere sul prezzo di emissione unitario di azioni ordinarie e di azioni speciali a servizio di un aumento di capitale riservato senza diritto di opzione" rilasciato dal Prof. Andrea Amaduzzi in data 12 maggio 2020 a beneficio del Comitato Controllo e Rischi e Operazioni con Parti Correlate della Società ("Parere Amaduzzi");
- il "Parere ai sensi dell'articolo 7 del Regolamento Consob n. 17221/2010 e successive modifiche e integrazioni e ai sensi dell'articolo 4 della Procedura di Aedes SIIQ S.p.A. in materia di operatività con le parti correlate" emesso dal Comitato Controllo e Rischi e Operazioni con Parti Correlate in data 13 maggio 2020 ("Parere OPC");
- comunicati stampa riguardanti l'operazione oggetto della presente relazione;
- elementi contabili, extracontabili e di tipo statistico, nonché ogni altra informazione ritenuta utile ai fini dell'espletamento del nostro incarico.

Abbiamo inoltre ottenuto specifica ed espressa attestazione, mediante lettera rilasciata dalla Società in data 27 maggio 2020, che, per quanto a conoscenza degli Amministratori e della Direzione di Aedes, alla date del presente parere non sono intervenute situazioni modificative dei dati e dei contenuti della documentazione fornita, né si sono verificati eventi tali da modificare la determinazione espressa dal Consiglio di Amministrazione di Aedes con riferimento al criterio per l'individuazione del Prezzo di Emissione delle Nuove Azioni.

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

5.1. Premessa

Nell'ipotesi di aumento di capitale con esclusione del diritto di opzione ai sensi dell'articolo 2441, quinto comma del Codice Civile, il sesto comma del medesimo articolo statuisce che, a tutela di coloro ai quali non viene riconosciuto il diritto di opzione, il prezzo di emissione delle nuove azioni sia determinato dagli Amministratori "in base al valore del patrimonio netto, tenendo conto, per le azioni quotate in mercati regolamentati, anche dell'andamento delle quotazioni nell'ultimo semestre".

Come riportato nella Relazione degli Amministratori, per la determinazione del Prezzo di Emissione delle nuove azioni nell'ambito dell'Aumento Riservato il Consiglio di Amministrazione si è avvalso del supporto dell'Advisor appositamente incaricato.

5.2. Le motivazioni degli Amministratori in ordine all'inapplicabilità nel caso di specie delle metodologie basate su fondamentali prospettici e sui multipli di mercato o di transazioni

Secondo quanto riferito dagli Amministratori nella loro Relazione, il riferimento del Codice Civile al "valore del patrimonio netto" costituisce un criterio non solo contabile ma anche finanziario, riferendosi quindi, per quanto attiene ad una società quotata in un determinato settore, all'apprezzamento di tale variabile contabile da parte del mercato.

Nell'esaminare l'idoneità delle metodologie di comune utilizzo per la valutazione di aziende, gli Amministratori hanno tenuto conto anche delle caratteristiche specifiche della Società, evidenziando nella loro Relazione che Aedes:

- è una Società di Investimento Immobiliare Quotata, nata da un'operazione di scissione parziale proporzionale simultanea alla sua quotazione sul mercato telematico azionario organizzato e gestito da Borsa Italiana S.p.A. in data 28 dicembre 2018;
- è caratterizzata da un attivo immobiliare prevalentemente costituito da immobili a reddito nel comparto *retail* e direzionale e da una importante quota del patrimonio concentrata in iniziative di sviluppo immobiliare destinate a produrre reddito nel comparto di immobili di futura costruzione dedicati al commercio al dettaglio, alla ristorazione e all'*entertainment*;
- attualmente non è oggetto di copertura del titolo con pubblicazione di un *target price* da parte di analisti finanziari.

Gli Amministratori riferiscono che Aedes è quindi sostanzialmente un soggetto caratterizzato da un marchio storico del settore immobiliare, con una dotazione iniziale di *assets* a reddito tali da non assicurare nel breve termine la generazione operativa di cassa e con un elevato potenziale legato ad importanti progetti di sviluppo, quindi dotata di grandi opportunità correlate a significativi rischi.

Tali elementi hanno indotto gli Amministratori a ritenere, anche sulla base delle indicazioni espresse dall'*Advisor*, non idonee nella specifica circostanza le seguenti metodologie valutative di utilizzo comune.

(i) Metodologie finanziarie quali il metodo dei flussi attualizzati (*Discounted Cash Flow Model*) e del valore attualizzato dei dividendi prospettici (*Dividend Discount Model*)

Come rilevato nella Relazione degli Amministratori, tali metodologie di analisi forniscono elementi valutativi validi solo in presenza di un'importante profondità storica di una gestione passata comparabile con le performances attuali, nonché di una chiara rappresentazione al mercato dell'evoluzione prospettica degli affari della società, con indicazione dei prevedibili valori delle principali variabili economiche e patrimoniali.

A tal riguardo, gli Amministratori hanno ritenuto che:

- la storia di Aedes, a prescindere dalla recente operazione di scissione e quotazione, è caratterizzata da una serie di importanti discontinuità operative;
- l'evoluzione futura del business di Aedes, caratterizzata sostanzialmente dall'esito delle iniziative di sviluppo immobiliare in corso, con significativi profili di rischio, non ha ancora un livello di prevedibilità apprezzabile dal mercato; peraltro, anche nell'ottica degli Amministratori, l'utilizzo delle proiezioni fornite all'interno del Piano 2019-2024 appare problematico, essendo lo stesso oggetto di aggiornamento alla luce, tra l'altro, delle rilevanti incertezze derivanti dall'emergenza COVID-19;
- le *equity research* pubblicate dagli analisti finanziari sulla Società, prima e dopo l'operazione di scissione, non prendono in considerazione metodologie valutative basate sui flussi di cassa.

Di conseguenza, il Consiglio di Amministrazione ha ritenuto non applicabili tali metodologie nel caso di specie.

(ii) Analisi basate sui multipli di mercato

Sulla base di tale metodologia il valore del capitale economico di un'azienda viene stimato sulla base dei prezzi negoziati nei mercati organizzati per titoli rappresentativi di quote del capitale di imprese comparabili. Scopo del metodo è sviluppare rapporti fondati sugli effettivi prezzi di quotazione dei titoli delle società comparabili e finalizzati ad individuare la relazione che lega il prezzo di mercato delle imprese con variabili economiche aziendali.

Il Consiglio di Amministrazione, rilevando nei più recenti dati economico-finanziari pubblicati dalla Società il segno negativo dei principali margini reddituali e delle principali variabili di *cash-flow*, ha ritenuto di limitare il confronto con altre società del settore immobiliare ai soli multipli derivanti dai rapporti tra prezzo di mercato e variabili di carattere patrimoniale, in particolare il c.d. *Net Asset Value* ("NAV").

Gli Amministratori ritengono che l'insieme di società quotate in Italia operanti nel settore immobiliare potenzialmente comparabili a Aedes (costituito da 5 società: Brioschi Sviluppo Immobiliare S.p.A., Coima Res SIIQ S.p.A., IGD SIIQ S.p.A., NOVA RE SIIQ S.p.A. e Risanamento S.p.A.) debba essere circoscritto a:

- IGD SIIQ S.p.A. ("IGD"), per la prevalente attività nel comparto *retail*, seppur con un patrimonio prevalentemente locato, nonché attualmente caratterizzata da dimensioni e performance economico-finanziarie significativamente maggiori rispetto ad Aedes;
- Brioschi Sviluppo Immobiliare S.p.A., per la dimensione e per l'importante componente di iniziative immobiliari di sviluppo, maggiormente paragonabile per dimensione, seppur focalizzata sulle attività di sviluppo e *trading* immobiliare di diverse tipologie di *asset* (terziario, residenziale e commerciale) in grandi aree urbane.

Gli Amministratori rilevano che entrambe le società sopra descritte, virtualmente più comparabili rispetto all'insieme iniziale, presentano un'importante differenza tra valorizzazione di mercato e il valore del NAV. In particolare il multiplo P/NAV, determinato sulla base degli ultimi dati annuali pubblicati, evidenzia uno sconto sul NAV del 70% circa per IGD e del 62% circa (dati sulla base dei prezzi al 12 maggio 2020) per Brioschi Sviluppo Immobiliare S.p.A.

Nell'ambito delle loro analisi sull'applicabilità dei multipli di borsa gli Amministratori hanno effettuato ulteriori analisi di confronto tra Aedes e la sola IGD, considerando il posizionamento, la vocazione *retail* di quest'ultima ed il suo status di Società di Investimento Immobiliare Quotata al pari di Aedes.

Nell'effettuare tale analisi, gli Amministratori, come indicato in precedenza, evidenziano che Aedes è sostanzialmente una società ancora caratterizzata da rilevanti iniziative di sviluppo, con *performance* economiche non ancora positive e sconta sul mercato il 90,7% del NAV, mentre IGD è una società 4 volte più grande di Aedes per attività immobiliari possedute, 10 volte più grande per capitalizzazione di mercato, ed è capace di generare dividendi ricorrenti e significativi, e che nonostante questo il mercato apprezza finanziariamente il patrimonio netto di tale società ad un valore pari a circa il 30% del valore contabile (sconto sul NAV del 70% circa).

Aedes, assumendo il completamento nel corso dei prossimi 4 anni dei progetti di sviluppo presenti nel suo perimetro, potrà tendere ad avere marginalità e dimensioni più comparabili a quelle di IGD ma nell'immediato sconta, come altre società con rilevanti iniziative di sviluppo:

- una forte inefficienza nel rapporto tra costi e ricavi derivante dalla presenza di rilevanti attività di sviluppo che non generano nel breve ricavi ma che necessitano, per essere gestite, di costi legati al capitale umano interno ed esterno alla Società;

- una struttura finanziaria meno equilibrata e un *credit rating* ancora basso, con conseguente maggior costo del capitale di debito.

Gli Amministratori hanno ritenuto di prendere in considerazione le sopra citate inefficienze per un periodo di 4 anni, periodo previsto per la messa a reddito delle principali iniziative di sviluppo. In particolare, essi hanno considerato (i) i maggiori costi di funzionamento in proporzione all'attivo immobiliare di Aedes rispetto al medesimo indicatore di IGD, potenziale *benchmark* e (ii) i maggiori oneri finanziari, in rapporto all'indebitamento finanziario lordo, di Aedes rispetto a IGD derivanti dal diverso merito di credito di Aedes.

Secondo gli Amministratori, a una possibile valorizzazione del NAV di Aedes, sulla base dello sconto sul NAV che presenta attualmente IGD, potrebbe essere applicato un ulteriore possibile sconto, derivante dalle temporanee inefficienze sopra indicate. Ciò porterebbe ad un possibile sconto complessivo sul NAV che si collocherebbe su livelli maggiormente paragonabili a quelli evidenziati dalla Società.

Tuttavia, gli Amministratori hanno conclusivamente ritenuto che l'applicazione della metodologia dei multipli di mercato non sia significativa nelle circostanze, avuto riguardo alle peculiarità di Aedes quali:

- portafoglio immobiliare con una componente rilevante di progetti ancora in fase di sviluppo, con un'attività non ancora a regime che comporta una maggiore incidenza dei costi di struttura e presenza di un significativo livello di *vacancy* del portafoglio immobiliare in locazione;
- concentrazione sul settore immobiliare *retail/commerciale*, attualmente caratterizzato da una percezione non particolarmente favorevole da parte del mercato finanziario, anche alla luce delle nuove incertezze legate al COVID-19;
- attuale gestione operativa con margini economici e finanziari negativi.

(iii) Analisi sui multipli di transazioni comparabili

Il metodo dei multipli di transazioni consiste nel riconoscere all'azienda un valore derivante da moltiplicatori di grandezze espresse attraverso i prezzi registrati in transazioni recenti aventi per oggetto società con caratteristiche similari.

Nella fattispecie gli Amministratori hanno ritenuto di non prendere in considerazione moltiplicatori di transazioni potenzialmente comparabili, in quanto tale metodologia, oltre a presentare le medesime limitazioni che caratterizzano l'analisi dei multipli di mercato, risente anche degli elementi di contesto e di carattere negoziale che caratterizzano ciascuna transazione – aspetto particolarmente rilevante nell'attuale contesto di mercato – e risulta in genere maggiormente applicata nell'ambito di operazioni di M&A. Inoltre, gli Amministratori hanno ritenuto che, per l'attuale contesto di mercato, il metodo, riferendosi a transazioni effettuate in passato, non consentirebbe di tenere conto delle significative evoluzioni registrate a seguito delle incertezze connesse alla diffusione della pandemia COVID-19.

5.3. Il metodo di borsa adottato dal Consiglio di Amministrazione

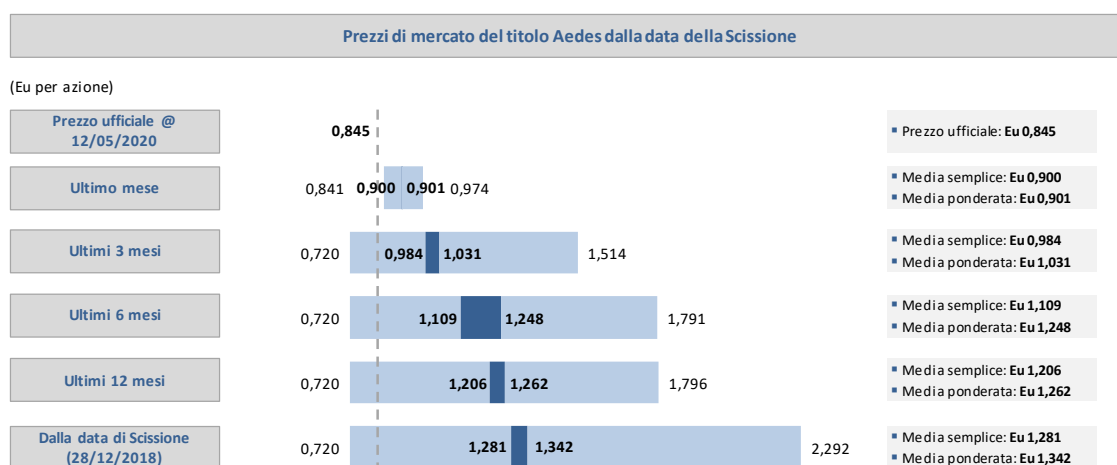
Tanto premesso, gli Amministratori, hanno ritenuto, per la determinazione del Prezzo di Emissione delle Nuove Azioni rivenienti dall'Aumento Riservato, di applicare il metodo delle quotazioni di Borsa.

Nella Relazione si riporta che il Consiglio di Amministrazione ha analizzato il livello di liquidità del titolo Aedes, rilevando che negli ultimi 3 mesi rispetto alla data del 12 maggio 2020 il suddetto titolo ha scambiato volumi complessivi cumulati pari a circa al 22% del totale delle azioni rappresentative del capitale sociale della Società.

Nello stesso periodo, gli Amministratori riferiscono che IGD e Brioschi hanno scambiato rispettivamente volumi complessivi cumulati del 15,2% circa e del 18,7% circa del capitale sociale.

Gli Amministratori hanno quindi ritenuto che la liquidità del titolo Aedes, anche in considerazione dei volumi di negoziazione relativi ad intervalli temporali più ampi (ad esempio, i volumi scambiati complessivi cumulati del titolo Aedes relativi agli ultimi 6 mesi alla data del 12 maggio 2020 corrispondono al 69% circa del capitale della Società), appare significativa per poter utilizzare tale metodologia ai fini della determinazione del prezzo dell’Aumento di Capitale Riservato.

Pertanto, ai fini dell’applicazione del suddetto metodo, gli Amministratori hanno fatto riferimento, avvalendosi anche del supporto dell’Advisor, all’analisi dei prezzi di mercato del titolo Aedes di seguito rappresentata:



Fonte: Relazione degli Amministratori

In particolare, gli Amministratori hanno ritenuto che il Prezzo di Emissione di Euro 1,25 per azione appare:

- allineato (con arrotondamento per eccesso) con la media aritmetica, ponderata per i volumi giornalieri, dei prezzi ufficiali del titolo registrati negli ultimi 6 mesi (media pari a Euro 1,248);
- maggiore delle medie aritmetiche, semplici e ponderate per i volumi giornalieri, dei prezzi ufficiali del titolo registrati nell’ultimo mese e negli ultimi 3 mesi.

Gli Amministratori riferiscono che il Prezzo di Emissione così individuato, che hanno ritenuto ugualmente applicabile alle azioni ordinarie come alle Azioni Speciali rivenienti dall’Aumento Riservato stante in particolare la convertibilità alla pari di queste ultime in azioni ordinarie, risulta in linea con l’intento normativo di assicurare un’adeguata tutela della posizione patrimoniale e del valore dell’investimento dei soci non destinatari dell’Aumento Riservato, anche considerato che in ogni caso Augusto sottoscriverà azioni Aedes nell’ambito dell’Aumento Riservato ad un prezzo sempre maggiore rispetto a quello al quale tutti gli azionisti sottoscriveranno le azioni in sede di Aumento in Opzione, come indicato nel paragrafo 4.2 della Relazione.

Secondo gli Amministratori, è peraltro opinione comune che il prezzo di emissione con esclusione del diritto di opzione sia un prezzo di offerta a potenziali sottoscrittori e, come tale, se da un lato deve tenere conto del valore del capitale economico attribuibile alla Società, dall’altro lato deve considerare la disponibilità dei destinatari dell’offerta a riconoscere tale valore di “ingresso”. Considerato che la prospettiva della continuità aziendale della Società e del Gruppo è strettamente

legata alla capacità di reperire risorse finanziarie in misura necessaria a far fronte agli impegni finanziari in scadenza nei dodici mesi successivi alla data della Relazione degli Amministratori, tenuto conto dell'assenza di un consorzio di garanzia, visti i fabbisogni derivanti dalla necessità di finanziare gli investimenti, ed in generale dalla gestione operativa e finanziaria, e anche alla luce dell'attuale contesto di emergenza dovuta all'epidemia sanitaria in corso, gli Amministratori ritengono che non siano realizzabili allo stato attuale possibili operazioni alternative offerte dal mercato in grado di garantire il reperimento di risorse con il medesimo grado di certezza e celerità garantito dal Piano di Rafforzamento supportato dagli impegni di Augusto.

Alla luce di tutti gli elementi precedentemente indicati il Consiglio di Amministrazione, previo preventivo parere favorevole del Comitato Controllo e Rischi e Operazioni con Parti Correlate, ha ritenuto congruo il Prezzo di Emissione di Euro 1,25 per azione applicabile sia alle azioni ordinarie che alle Azioni Speciali.

6. DIFFICOLTÀ DI VALUTAZIONE RISCONTRATE DAL CONSIGLIO DI AMMINISTRAZIONE

Nella Relazione gli Amministratori non evidenziano particolari difficoltà incontrate nelle valutazioni di cui al punto precedente.

7. RISULTATI EMERSI DALLA VALUTAZIONE EFFETTUATA DAL CONSIGLIO DI AMMINISTRAZIONE

Come descritto in precedenza e riportato nella Relazione, gli Amministratori hanno ritenuto congruo determinare il valore unitario delle Nuove Azioni di Aedes in relazione all'Aumento Riservato in Euro 1,25 per azione, valido sia per le azioni ordinarie sia per le Azioni Speciali, sulla base della media delle quotazioni del titolo Aedes osservato nei 6 mesi precedenti la data del 13 maggio 2020.

8. LAVORO SVOLTO

Ai fini dell'espletamento del nostro incarico abbiamo:

- svolto una lettura critica della Relazione degli Amministratori e della documentazione ricevuta dalla Società;
- effettuato discussioni con gli Amministratori e con la Direzione della Società, nonché con l'Advisor, al fine di comprendere il lavoro svolto dagli Amministratori per la determinazione del Prezzo di Emissione;
- considerato gli elementi necessari ad accertare che il metodo delle quotazioni di borsa adottato dagli Amministratori fosse tecnicamente idoneo, nelle specifiche circostanze, a determinare il Prezzo di Emissione;
- analizzato l'andamento delle quotazioni di borsa del titolo Aedes in diversi orizzonti temporali compresi tra la data della scissione del 28 dicembre 2018 e il 12 maggio 2020, nonché i relativi volumi di negoziazione, e rilevato altre informazioni quali, a titolo esemplificativo, caratteristiche del flottante, volatilità del titolo, volumi medi giornalieri e *bid-ask spread*;
- verificato la completezza e la non contraddittorietà delle motivazioni del Consiglio di Amministrazione di Aedes riguardanti l'esclusione di ulteriori metodi valutativi ai fini della determinazione del Prezzo di Emissione;

- verificato la coerenza dei dati utilizzati dagli Amministratori rispetto alle fonti di riferimento e alla "Documentazione utilizzata", come descritta nel precedente paragrafo 4, nonché la correttezza matematica dei calcoli effettuati dagli Amministratori;
- sviluppato "analisi di sensitività", nell'ambito del metodo di valutazione adottato dagli Amministratori, al fine di verificare quanto il Prezzo di Emissione sia influenzabile da variazioni delle ipotesi e dei parametri utilizzati;
- esaminato e autonomamente ripercorso gli spunti valutativi sviluppati dalla Società e richiamati dagli Amministratori nella loro Relazione;
- raccolto, attraverso colloqui con la Direzione della Società, informazioni circa gli eventi verificatisi dopo l'approvazione della Relazione degli Amministratori, con riferimento a eventuali fatti o circostanze che possano avere un effetto significativo sui dati e sulle informazioni prese in considerazione nello svolgimento delle nostre analisi, nonché sui risultati delle valutazioni degli Amministratori;
- svolto una lettura critica, per gli aspetti rilevanti ai fini della presente relazione, del Parere Amaduzzi e del Parere OPC;
- ricevuto formale attestazione dal legale rappresentante della Società sugli elementi di valutazione messi a disposizione e sul fatto che, per quanto a sua conoscenza, alla data del nostro parere, non sussistono modifiche significative da apportare ai dati di riferimento dell'operazione e agli altri elementi presi in considerazione.

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

La Relazione degli Amministratori descrive al paragrafo 4.1 le motivazioni sottostanti le scelte metodologiche effettuate dal Consiglio di Amministrazione e il processo logico seguito ai fini della determinazione del Prezzo di Emissione delle nuove azioni nell'ambito dell'Aumento Riservato. Al riguardo, esprimiamo di seguito le nostre considerazioni sull'adeguatezza, in termini di ragionevolezza e non arbitrarietà, del metodo adottato dagli Amministratori ai fini dell'individuazione, nelle circostanze, del Prezzo di Emissione, come riportato nel paragrafo 4.1 della Relazione degli Amministratori, nonché sulla sua corretta applicazione.

- Ai sensi dell'art. 2441, sesto comma, del Codice Civile il prezzo di emissione delle azioni, nel caso di esclusione del diritto di opzione, deve essere determinato *"in base al valore del patrimonio netto, tenendo conto, per le azioni quotate in mercati regolamentati, anche dell'andamento delle quotazioni nell'ultimo semestre"*. Con riguardo all'espressione *"valore del patrimonio netto"*, si ritiene che tale valore debba intendersi non come valore patrimoniale in senso stretto, quanto piuttosto quale valore corrente della società, individuato sulla base di criteri di valutazione elaborati dalla scienza economica e ritenuti adeguati nelle specifiche circostanze in cui si colloca l'operazione di aumento di capitale sociale. Con riguardo poi al riferimento all'*"andamento delle quotazioni nell'ultimo semestre"*, la prassi e la dottrina sono concordi nel ritenere che non debba farsi necessariamente riferimento a una media delle quotazioni del semestre, ma sia possibile utilizzare anche più limitati periodi di osservazione, a seconda delle circostanze e delle peculiari caratteristiche del titolo, sempre al fine di individuare il valore corrente della società emittente.

- Il riferimento ai corsi di borsa individuato dagli Amministratori è comunemente accettato e utilizzato sia a livello nazionale che internazionale ed è in linea con il costante comportamento della prassi professionale, trattandosi di società con azioni quotate in mercati regolamentati. In effetti, le quotazioni di borsa rappresentano un parametro imprescindibile per la valutazione di società quotate. Le quotazioni di borsa esprimono infatti, di regola, il valore attribuito dal mercato alle azioni oggetto di trattazione e conseguentemente forniscono indicazioni rilevanti in merito al valore della società cui le azioni si riferiscono, in quanto riflettono le informazioni a disposizione degli analisti e degli investitori, nonché le aspettative degli stessi circa l'andamento economico e finanziario della società. Come ricordato all'inizio del presente paragrafo, l'adozione del metodo delle quotazioni di borsa trova conforto anche nel disposto del sesto comma dell'art. 2441 del Codice Civile.
- L'operazione si sostanzia del resto nel reperimento di nuovo capitale di rischio che, nell'attuale contesto dei mercati finanziari, non può che tenere conto delle condizioni espresse dal mercato borsistico. In considerazione di tutto quanto sopra, l'adozione del metodo delle quotazioni di borsa appare motivata e, nelle circostanze, ragionevole e non arbitraria.
- Come ampiamente riconosciuto dalla prassi valutativa e dalla dottrina, i valori delle quotazioni di borsa costituiscono poi un punto di riferimento più o meno significativo anche in considerazione delle specifiche caratteristiche del titolo. In mercati finanziari efficienti, i prezzi che si vengono a formare per titoli caratterizzati da una forte liquidità e da volumi scambiati di apprezzabile entità, come nel caso di Aedes, tendono a riflettere il valore economico attribuibile tempo per tempo alla società. In effetti, le sopra richiamate caratteristiche del titolo Aedes, riferite dagli Amministratori nella loro Relazione attraverso il confronto dei volumi scambiati negli ultimi tre mesi rispetto a talune società comparabili, risultano confermate dalle analisi da noi sviluppate. Alla luce delle verifiche appena richiamate, l'adozione da parte degli Amministratori del metodo di borsa appare motivata e, nelle circostanze, ragionevole e non arbitraria.
- Quanto alle concrete modalità applicative del metodo delle quotazioni di borsa prescelte dagli Amministratori per la determinazione del Prezzo di Emissione, sotto il profilo dell'ampiezza dell'arco temporale di riferimento gli Amministratori hanno preso in considerazione il dato puntuale al 12 maggio 2020, giorno precedente alla riunione del Consiglio di Amministrazione che ha approvato la Relazione, nonché le medie a uno, tre, sei, dodici mesi e dalla data della scissione (28 dicembre 2018). Esaminati i risultati delle varie osservazioni, gli Amministratori hanno deciso di utilizzare la media ponderata per i volumi giornalieri dei prezzi ufficiali del titolo registrati negli ultimi 6 mesi, pari a Euro 1,248, arrotondandola per eccesso e così determinando il Prezzo di Emissione come pari a Euro 1,25.
- In effetti, la ipotetica scelta di un orizzonte temporale più ampio rispetto ai 6 mesi indicati dall'art. 2441, sesto comma, del Codice Civile, oltre a non essere in linea con l'indicazione codicistica e con la prassi invalsa per tale tipologia di operazioni, avrebbe portato gli Amministratori ad includere nella media anche valori di borsa molto risalenti nel tempo, con il conseguente rischio di non incorporare informazioni sufficientemente aggiornate sul quadro dell'azienda e sulle tendenze di fondo dei mercati finanziari di riferimento. Viceversa, la scelta di un valore puntuale, o comunque di una media calcolata in un orizzonte temporale più ridotto, avrebbe potuto riflettere le significative oscillazioni di breve periodo delle più recenti quotazioni di borsa del titolo, anche connesse ai recenti eventi di natura straordinaria che hanno avuto ripercussioni sui mercati. Considerato tutto quanto sopra, e tenuto conto delle specifiche motivazioni fornite dagli Amministratori sul punto, la decisione degli Amministratori circa l'orizzonte temporale di riferimento prescelto appare ragionevole e non arbitraria.
- Si segnala peraltro che l'eventuale utilizzo da parte degli Amministratori sia del valore puntuale al 12 maggio 2020, sia degli archi temporali inferiori ai sei mesi che sono stati presi in considerazione, ossia uno e tre mesi, avrebbe in ogni caso condotto, come evidenziato dalla Relazione, all'individuazione di valori inferiori (rispettivamente Euro 0,845 per il puntuale al 12

maggio 2020, Euro 0,901 per la media a un mese, Euro 1,031 per la media a tre mesi) rispetto a quello riveniente dall'intervallo di sei mesi prescelto (Euro 1,248). Pertanto, la scelta degli Amministratori risulta, nelle circostanze, di beneficio per la posizione degli azionisti esclusi dal diritto d'opzione, destinatari del presente parere, in quanto idonea a comportare l'emissione di un minor numero di azioni, con conseguenti minori effetti diluitivi.

- La scelta degli Amministratori di utilizzare, invece di una media aritmetica semplice, una media ponderata per i volumi scambiati consente di determinare un valore medio che tenga conto della "significatività" dei prezzi nelle differenti transazioni, attribuendo quindi un maggior rilievo ai prezzi formati a fronte di maggiori volumi di negoziazione. Tale scelta appare appropriata da un punto di vista metodologico oltre che anch'essa più favorevole per gli azionisti esclusi dal diritto di opzione: in effetti, come evidenziato dagli Amministratori nella loro relazione, le medie ponderate risultano, in tutti gli intervalli temporali riscontrati, maggiori rispetto alle rispettive medie aritmetiche.
- Le analisi di sensibilità da noi elaborate per valutare il possibile impatto di variazioni nelle differenti ipotesi e nei parametri assunti, nell'ambito del metodo di valutazione adottato delle quotazioni di borsa, nonché l'analisi dell'accuratezza, anche matematica, della metodologia utilizzata confermano la ragionevolezza e non arbitrarietà dei risultati raggiunti dagli Amministratori.
- In accordo con la prassi e la tecnica professionale, il Consiglio di Amministrazione ha ritenuto opportuno ampliare il proprio approccio di analisi anche ai fini della possibile identificazione di metodi valutativi di controllo, con l'obiettivo di confortare la determinazione del Prezzo di Emissione effettuata sulla base della metodologia di borsa. A tal fine, gli Amministratori, con il supporto dell'Advisor, hanno specificamente verificato l'eventuale possibilità, nel caso concreto, di applicare (i) le analisi basate sui fondamentali prospettici, ossia i modelli di DCF (valore attualizzato di flussi di cassa prospettici) e DDM (valore attualizzato dei dividendi prospettici), nonché (ii) le analisi dei multipli di mercato e/o di transazioni comparabili.
- In particolare, come evidenziato al precedente paragrafo 5, gli Amministratori hanno motivato l'inapplicabilità nelle circostanze delle metodologie finanziarie del *Discounted Cash Flow* (DCF) e del *Dividend Discount Model* (DDM) sulla base della non apprezzabilità da parte del mercato dell'evoluzione futura del *business* di Aedes, caratterizzato prevalentemente da iniziative di sviluppo immobiliare ancora in corso, dal superamento delle previsioni contenute nel Piano 2019-2024 e della necessità di un suo aggiornamento, alla luce delle rilevanti incertezze derivanti dall'emergenza COVID-19 e dalla conseguente evoluzione degli scenari macro-economici. Con riferimento invece alle metodologie dei multipli di mercato e/o di transazioni comparabili, la Relazione degli Amministratori evidenzia la non significatività, nelle circostanze, di dette metodologie, a causa delle importanti differenze esistenti tra Aedes e le società italiane quotate del settore *real estate*, in termini di tipologia di attività svolta, *asset* immobiliari detenuti e ambito geografico di operatività, di profilo economico-finanziario (redditività, distribuzione dividendi e struttura patrimoniale/finanziaria), nonché in virtù del fatto che, nell'attuale contesto di mercato, il metodo dei moltiplicatori di transazioni potenzialmente comparabili, riferendosi a transazioni effettuate in passato, non consentirebbe comunque di tenere conto delle significative evoluzioni registrate a seguito delle incertezze connesse alla diffusione della pandemia COVID-19. Inoltre, il metodo dei *target price* degli analisti finanziari risulta oggettivamente non applicabile in ragione dell'assenza di copertura del titolo da parte degli analisti finanziari. A nostro avviso, in considerazione delle specifiche caratteristiche della complessiva operazione e della peculiare situazione della Società e dei mercati finanziari, tenuto conto delle motivazioni fornite nella Relazione, le considerazioni degli Amministratori in ordine alla non applicabilità nelle circostanze di ulteriori metodologie con finalità di controllo appaiono motivate e, nelle circostanze, accettabili.

- Gli Amministratori hanno comunque ritenuto di sviluppare alcuni spunti valutativi con riguardo al metodo dei multipli di società comparabili, concentrando l'analisi di raffronto sulla società IGD che, sulla base delle sue caratteristiche e anche tenuto conto delle indicazioni fornite in proposito dall'Advisor, hanno ritenuto presentasse astrattamente maggiori elementi di comparabilità rispetto a Aedes (una seconda società avente in linea di principio tali caratteristiche di maggiore comparabilità, vale a dire Brioschi Sviluppo Immobiliare S.p.A., non è stata infine considerata in quanto non avente lo status di SIIQ). Gli Amministratori hanno in particolare esaminato gli sconti rispetto al NAV presentati da Aedes (pari a circa il 90,7%) e da IGD (pari a circa il 70%) e approfondito le ragioni dello scostamento riscontrato tra le due società. Gli Amministratori hanno dunque individuato le inefficienze gravanti sul titolo Aedes rispetto al titolo IGD (maggiori costi di funzionamento in proporzione all'attivo immobiliare di Aedes, maggiori oneri finanziari derivanti dal diverso merito creditizio di Aedes) e stimato tali inefficienze per un periodo di almeno 4 anni, vale a dire il periodo previsto per la messa a reddito delle principali iniziative di sviluppo di Aedes. Tale esercizio ha condotto gli Amministratori a individuare un ulteriore possibile sconto derivante dalle temporanee inefficienze sopra indicate che, ove applicato a IGD, porterebbe lo sconto sul NAV del *benchmark* IGD a valori paragonabili a quelli rilevati per Aedes. Gli esiti degli spunti valutativi sviluppati dagli Amministratori, che abbiamo provveduto a ripercorrere e a sottoporre ad autonome verifiche anche quantitative, confermano la ragionevolezza dei risultati dagli stessi raggiunti attraverso l'applicazione del metodo di borsa.
- Gli Amministratori hanno altresì ritenuto di individuare il medesimo Prezzo di Emissione sia per le azioni ordinarie, sia per le Azioni Speciali, alla luce del regime di convertibilità alla pari di queste ultime in azioni ordinarie. La scelta degli Amministratori di individuare un medesimo prezzo di emissione per entrambe le categorie di Nuove Azioni che la Società andrà a emettere appare, nelle circostanze e tenuto conto delle caratteristiche dell'operazione, motivata e ragionevole.

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

In merito ai limiti e alle difficoltà incontrati nello svolgimento del nostro 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 ampi archi temporali, sono soggette all'andamento proprio dei mercati finanziari. L'andamento dei mercati finanziari e delle borse, sia italiani che internazionali, ha evidenziato una tendenza a presentare oscillazioni rilevanti nel corso del tempo soprattutto in relazione all'incertezza del quadro economico generale, tanto più accentuata nelle circostanze dall'emergenza sanitaria relativa al COVID-19. Ad influenzare l'andamento dei titoli possono anche intervenire pressioni speculative in un senso o nell'altro, del tutto slegate dalle prospettive economiche e finanziarie delle singole società. L'applicazione del metodo delle quotazioni di borsa può individuare, pertanto, valori tra loro differenti, in misura più o meno significativa, a seconda del momento in cui si effettui la valutazione.
- Nell'ambito dell'approccio metodologico complessivo, gli Amministratori non hanno utilizzato, né con finalità di metodologie principali, né ai fini di controllo, metodologie valutative diverse dal criterio dei corsi di borsa. Nel caso specifico, metodologie diverse da quella di borsa sono state ritenute dagli Amministratori non applicabili in considerazione delle peculiari caratteristiche della Società indicate nella Relazione. Detta scelta metodologica, opportunamente motivata dagli Amministratori nella Relazione, è già stata oggetto di nostre considerazioni nel precedente paragrafo 9. La mancata applicazione di metodi alternativi, con finalità principali o di controllo, rispetto al metodo di borsa, costituisce tuttavia un'oggettiva difficoltà nell'espletamento dell'incarico.

Si evidenziano inoltre i seguenti aspetti di rilievo:

- gli Amministratori riferiscono che l'Aumento Riservato si qualifica come "operazione con parte correlata" di minore rilevanza, in quanto, secondo le informazioni a disposizione della Società, Augusto esercita il controllo su Aedes essendo titolare direttamente di una partecipazione pari al 51,124% del capitale sociale. Pertanto, l'operazione ha ricevuto il preventivo parere favorevole del Comitato Controllo e Rischi e Operazioni con Parti Correlate circa l'interesse della Società al compimento dell'operazione e circa la convenienza e correttezza sostanziale delle relative condizioni, ai sensi dell'art. 7 del Regolamento OPC e ai sensi dell'articolo 4 della procedura di Aedes in materia di operazioni di minore rilevanza con le parti correlate. Non rientrano ovviamente nell'oggetto del nostro parere considerazioni in ordine all'interesse della Società all'effettuazione dell'Aumento Riservato, oltre che alla convenienza e alla correttezza sostanziale delle relative condizioni.
- Gli Amministratori riferiscono nella loro Relazione che il prezzo di emissione delle azioni nell'ambito dell'Aumento in Opzione sarà comunque inferiore rispetto al Prezzo di Emissione delle Nuove Azioni rivenienti dall'Aumento Riservato. Come precisato al paragrafo 4.2 della Relazione, il prezzo dell'Aumento in Opzione sarà infatti pari al minore fra (i) il prezzo determinato al momento dell'esecuzione della delega di Aumento in Opzione tenendo conto, tra l'altro, delle condizioni del mercato in generale e dell'andamento dei prezzi e dei volumi delle azioni di Aedes, espressi dal titolo in Borsa, nonché dell'andamento economico, patrimoniale e finanziario di Aedes e considerate la prassi di mercato e le metodologie correnti per operazioni similari e (ii) il Prezzo di Emissione dell'Aumento Riservato diminuito di uno sconto pari al 20% (i.e. Euro 1).
- La Relazione degli Amministratori riporta che, *"considerato che la prospettiva della continuità aziendale dell'Emittente e del Gruppo ad esso facente capo è strettamente legata alla capacità di reperire risorse finanziarie in misura necessaria a far fronte agli impegni finanziari in scadenza nei dodici mesi successivi alla data della presente Relazione, tenuto conto dell'assenza di un consorzio di garanzia, visti i fabbisogni derivanti dalla necessità di finanziare gli investimenti, ed in generale dalla gestione operativa e finanziaria, e anche alla luce dell'attuale contesto di emergenza dovuta all'epidemia sanitaria in corso, il Consiglio di Amministrazione ritiene che non siano realizzabili allo stato attuale possibili operazioni alternative offerte dal mercato in grado di garantire il reperimento di risorse con il medesimo grado di certezza e celerità garantito dal Piano di Rafforzamento supportato dagli impegni di Augusto"*. Come ricordato nel precedente paragrafo 3, oggetto del presente parere sono esclusivamente le nostre considerazioni, in termini di ragionevolezza e non arbitrarietà, dell'approccio adottato dagli Amministratori per la determinazione del Prezzo di Emissione. Esula pertanto dall'oggetto del presente parere ogni considerazione in ordine all'interesse della Società all'effettuazione del complessivo Piano di Rafforzamento e alle motivazioni indicate dagli Amministratori a supporto della decisione di proporre all'Assemblea il conferimento di una delega avente ad oggetto l'Aumento in Opzione, nonché sulle modalità di determinazione del relativo prezzo di emissione indicate al paragrafo 4.2 della Relazione degli Amministratori.
- Esula inoltre dalla nostra attività ogni considerazione circa le determinazioni degli Amministratori in ordine alla struttura della complessiva operazione e delle sue singole componenti, nonché ai relativi adempimenti richiesti dalla disciplina societaria e dalla normativa di settore, alla tempistica, all'avvio e all'esecuzione dell'operazione stessa.
- Dalla Relazione degli Amministratori non risultano vincoli di indisponibilità temporale per le azioni di nuova emissione, con conseguente piena facoltà del sottoscrittore Augusto, a seguito della consegna da parte della Società delle azioni ordinarie quotate, di negoziare le suddette azioni sul mercato.

11. CONCLUSIONI

Tutto ciò premesso, sulla base della documentazione esaminata e delle procedure sopra descritte, tenuto conto della natura e portata del nostro lavoro indicate nella presente relazione, riteniamo che il criterio adottato dagli Amministratori sia adeguato, in quanto nelle circostanze ragionevole e non arbitrario, e che sia stato correttamente applicato ai fini della determinazione del Prezzo di Emissione delle Nuove Azioni di Aedes SIIQ S.p.A. nel contesto dell'Aumento Riservato, pari a Euro 1,25.

DELOITTE & TOUCHE S.p.A.



Giacomo Bellia
Socio

Milano, 27 maggio 2020