



Aedes S.p.A.
**Parere della Società di revisione sulla congruità del prezzo di
emissione delle azioni per gli aumenti di capitale sociale con
esclusione del diritto di opzione**

(Art. 158 D. Lgs. 24 febbraio 1998, n.58)

Parere della società di revisione sulla congruità del prezzo di emissione delle azioni per gli aumenti di capitale sociale con esclusione del diritto di opzione ai sensi dell'art. 2441, comma 6 del Codice civile e art. 158 D. Lgs. 24 febbraio 1998, n.58.

Agli Azionisti di
Aedes S.p.A.

1. Motivo, oggetto e natura dell'incarico

Ai sensi dell'art. 158, primo comma del D. Lgs. 24 febbraio 1998, n.58, abbiamo ricevuto da Aedes S.p.A. ("**Aedes**" o la "**Società**" e, unitamente alle sue controllate il "**Gruppo Aedes**") la comunicazione contenente la proposta di più operazioni di aumento di capitale sociale, di cui alcune ai sensi dell'art. 2441, quinto comma, del Codice Civile, accompagnata da apposita relazione degli amministratori datata 5 agosto 2014 (la "**Relazione degli amministratori**"), che:

- i) illustra e giustifica l'esclusione del diritto d'opzione indicando i criteri adottati dagli amministratori per la determinazione del prezzo di emissione delle azioni;
- ii) si colloca nell'ambito di un'operazione ("**Operazione**"), finalizzata alla ricapitalizzazione e al risanamento del Gruppo Aedes, da realizzarsi mediante aumenti di capitale in denaro ed in natura nonché attraverso la ristrutturazione del debito e il riequilibrio della situazione finanziaria della Società e del Gruppo Aedes;
- iii) prevede al suo interno alcune operazioni di aumento di capitale scindibile, con l'esclusione del diritto di opzione ai sensi dell'art. 2441, quinto comma, del Codice Civile, che dovranno essere sottoposte all'approvazione per il giorno 29 settembre 2014 e, occorrendo in seconda convocazione per il giorno 30 settembre 2014.

Gli aumenti di capitale con esclusione del diritto di opzione inclusi nella Relazione degli amministratori sono i seguenti:

- i) un aumento di capitale in denaro di massimi Euro 40.000.000,12, con esclusione del diritto di opzione, riservato ad una società di nuova costituzione ("**Newco**"), il cui capitale sociale sarà detenuto da Sator Capital Limited, per conto di Sator Private Equity Fund, "A" L. P. (il "**Fondo**") e da alcuni soci di Praga Holding Real Estate S.p.A., primario operatore nel settore dello sviluppo immobiliare (il "**Partner Industriale**", "**Praga Holding**" e, unitamente alle sue controllate il "**Gruppo Praga Holding**"), firmatari del contratto di investimento come di seguito descritto, e precisamente da Tiepolo S.r.l., da Prarosa S.p.A. e Agarp S.r.l. (tali soggetti, unitamente al Fondo, i "**Soci di Newco**") (l' "**Aumento Riservato**");
- ii) un aumento di capitale in natura di massimi Euro 91.999.999,97, con esclusione del diritto di opzione, da liberarsi mediante conferimento delle partecipazioni rappresentanti l'intero capitale sociale del Partner Industriale (l' "**Aumento in Natura**");
- iii) un aumento di capitale a pagamento di massimi Euro 48.999.998,10, con esclusione del diritto di opzione, riservato in sottoscrizione alle banche creditrici di Aedes e da liberarsi mediante conversione dei crediti vantati nei confronti della stessa, che residueranno dopo

- iv) l'assegnazione alle banche delle quote del fondo immobiliare di cui infra (l'"**Aumento Banche**");

Inoltre, l'Operazione include:

- un aumento di capitale in denaro di Aedes di massimi Euro 40.000.006,56, offerto in opzione agli azionisti di Aedes (l'"**Aumento in Opzione**"), con contestuale assegnazione a titolo gratuito di warrant;
- un aumento di capitale in denaro di Aedes al servizio dell'esercizio dei warrant assegnati ai sottoscrittori dell'Aumento in Opzione, con attribuzione di un warrant ogni nuova azione sottoscritta, per l'ammontare complessivo di massimi Euro 20.000.003,28, nel rapporto di 1 (una) nuova azione ordinaria ogni 3 (tre) warrant detenuti (tale aumento di capitale, insieme all'Aumento in Opzione, all'Aumento Riservato, all'Aumento in Natura e all'Aumento Banche, gli "**Aumenti di Capitale**");
- il lancio di un nuovo fondo immobiliare, gestito da Aedes BPM Real Estate SGR S.p.A., al quale saranno conferiti o ceduti tutti gli immobili e le partecipazioni in società immobiliari non coerenti con la nuova strategia immobiliare, e i debiti finanziari ad essi relativi, e le cui quote saranno, in massima parte, assegnate alle banche creditrici del Gruppo, a parziale rimborso dei propri crediti di natura chirografaria o ipotecaria, relativamente alla quota eccedente il valore dei relativi asset finanziati;
- un accordo con un gruppo bancario titolare di una rilevante quota dell'indebitamento verso il Gruppo Aedes, volto all'esdebitazione, a valere sui finanziamenti sia di natura ipotecaria che chirografaria, a fronte della cessione, diretta e/o indiretta, di immobili e/o partecipazioni in società proprietarie di immobili dallo stesso finanziati, con rinuncia da parte di detto gruppo bancario alla quota di debito che non trova capienza nei valori degli stessi immobili.

In qualità di revisori incaricati della revisione contabile del bilancio d'esercizio e del bilancio consolidato della Società ed in considerazione delle caratteristiche delle suddette operazioni di aumento di capitale, esprimiamo nel seguito, ai sensi dell'art. 158 dei D.Lgs. 24 febbraio 1998, n. 58, il nostro parere sulla congruità dei prezzi di emissione delle azioni con esclusione del diritto di opzione.

Al fine di fornire agli Azionisti informazioni sulle modalità di determinazione dei prezzi di emissione delle azioni, la presente relazione riporta i criteri utilizzati per la determinazione dei prezzi stessi ed una valutazione sull'adeguatezza dei metodi utilizzati sotto il profilo della ragionevolezza e non arbitrarietà.

Nell'esaminare i criteri adottati dagli amministratori per la determinazione dei prezzi di emissione delle azioni, anche sulla base del lavoro svolto dai loro *advisor*, non abbiamo effettuato una valutazione economica della Società e del Gruppo Praga Holding.

2. Sintesi dell'Operazione

Si descrivono di seguito le principali caratteristiche, le modalità, i termini e le condizioni degli accordi sottoscritti tra i soggetti partecipanti alla ricapitalizzazione ed alla ristrutturazione del debito che

unitariamente considerati costituiscono l'Operazione finalizzata al rafforzamento patrimoniale e al risanamento del Gruppo Aedes.

La Società, nell'esercizio 2013, ha avviato il riesame del piano industriale 2009-2013, che era stato in precedenza attestato ai sensi dell'art. 67, comma 3, lett. d), della Legge Fallimentare e, in data 26 aprile 2013, ha approvato le linee guida di un nuovo piano industriale e della correlata manovra finanziaria del Gruppo Aedes che prevedono, tra l'altro, la sottoscrizione di accordi di ristrutturazione del debito con le banche creditrici, un aumento di capitale in denaro e un aumento di capitale in natura.

Sulla base di tali linee guida è stato elaborato un nuovo piano industriale e finanziario per il periodo 2014-2019 (il "**Piano**"), approvato dal Consiglio di Amministrazione di Aedes il 27 maggio 2014.

Il suddetto riesame si è reso necessario anche in considerazione del perdurare nel corso degli ultimi esercizi della contrazione della domanda in un contesto di crisi del mercato immobiliare, insieme a una flessione dei prezzi e all'allungamento dei tempi di vendita, eventi che avevano causato un significativo rallentamento delle transazioni rispetto a quanto previsto dal Gruppo nel piano 2009-2013. Tale contesto aveva creato una situazione di significativa incertezza per Aedes e per diverse altre società facenti parte del Gruppo comportando, oltre a perdite operative e rilevanti svalutazioni immobiliari, un disallineamento tra flussi di cassa attesi dalle cessioni immobiliari e uscite monetarie previste, con conseguente tensione finanziaria. Le significative svalutazioni del portafoglio immobiliare registrate in particolare nel 2012 avevano inoltre determinato, per alcune società controllate in cui il valore di carico dell'attivo immobiliare era già in tale esercizio inferiore al relativo finanziamento, un deterioramento del patrimonio netto.

In data 18 ottobre 2013 la Società ha, inoltre, conferito al dott. Ermanno Sgaravato (l'"**Esperto**") l'incarico di attestare il Piano ai sensi e per gli effetti di cui all'art. 67, comma 3, lett. d), della Legge Fallimentare.

Nell'ambito delle previsioni contenute nel Piano, e in particolare della ristrutturazione del proprio indebitamento finanziario, a partire dal mese di giugno 2013 la Società ha portato avanti, con il supporto del proprio *advisor* finanziario Rothschild S.p.A., colloqui e incontri, da una parte con gli istituti bancari esposti nei confronti del Gruppo Aedes e di talune sue società collegate, e, dall'altra, con potenziali investitori ai fini della partecipazione degli stessi agli ipotizzati aumenti di capitale in denaro e/o in natura.

In particolare, Aedes ha presentato alle banche creditrici una proposta di ristrutturazione del debito che prevede:

- i) l'esdebitazione, per un ammontare pari ad Euro 170 milioni circa, nei confronti di un gruppo bancario titolare di una rilevante quota dell'indebitamento del Gruppo Aedes mediante la cessione di immobili e/o partecipazioni in società proprietarie di immobili dallo stesso finanziati, con rinuncia da parte di detto gruppo bancario alla quota di debito che non trova capienza nei valori degli stessi immobili;
- ii) l'accollo in capo ad Aedes di tutti i finanziamenti chirografari del Gruppo nonché della quota di debito in capo a tutte le società del Gruppo Aedes che non trova capienza nei valori degli immobili oggetto di finanziamento, per un ammontare pari ad Euro 100 milioni circa;

- iii) il trasferimento a un fondo immobiliare di nuova costituzione, gestito da Aedes BPM Real Estate SGR S.p.A., di tutti gli immobili e le partecipazioni in società immobiliari non coerenti con la nuova strategia, e i debiti finanziari ad essi relativi;
- iv) l'assegnazione della maggioranza delle quote di detto fondo immobiliare alle banche creditrici del Gruppo Aedes, a parziale rimborso dei relativi finanziamenti bancari;
- v) un aumento di capitale di Aedes con esclusione del diritto di opzione riservato in sottoscrizione alle banche creditrici di Aedes e da liberarsi mediante conversione dei crediti vantati nei confronti della stessa, che residueranno dopo l'assegnazione alle banche delle quote del fondo immobiliare di cui sopra;
- vi) la liberazione dalle garanzie fideiussorie rilasciate, anche a seguito della convenzione bancaria stipulata da Aedes e alcune sue società controllate nel 2009;
- vii) la definizione di condizioni economiche e di piani di rimborso dell'indebitamento residuo del Gruppo Aedes (pari ad Euro 70 mln circa) coerenti con il Piano, ad esito delle operazioni sopra descritte.

Unitamente alla suddetta manovra finanziaria, la Società ha portato avanti negoziazioni con taluni investitori, finalizzati alla partecipazione degli stessi ad aumenti di capitale di Aedes da realizzarsi sia in denaro sia in natura, necessari ai fini del processo di risanamento e rilancio del Gruppo Aedes.

Ad esito di tali negoziazioni, Aedes ha sottoscritto, in data 25 luglio 2014, con Tiepolo S.r.l. ("Tiepolo"), Prarosa S.p.A. ("Prarosa"), Agarp S.r.l. ("Agarp"), Itinera S.p.A. ("Itinera") e Praviola S.r.l. ("Praviola"), nella loro qualità di soci di Praga Holding Real Estate S.p.A., parte correlata di Aedes, nonché con Vi-Ba S.r.l. (attualmente azionista di riferimento di Aedes, e quindi anch'essa parte correlata di Aedes) ("ViBa") e con il Fondo (unitamente a Tiepolo, Prarosa, Agarp, Itinera, Praviola e ViBa, gli "Investitori"), un contratto di investimento (il "Contratto") teso a disciplinare i termini e le condizioni dell'Operazione. La stipula del Contratto è stata approvata dall'organo amministrativo della Società, previo parere favorevole del Comitato Controllo, Rischi e Operatività con Parti Correlate di Aedes (il "Comitato"). Tale parere è stato emesso al termine di un processo di valutazione condotto dal Comitato anche con il supporto delle analisi e perizie di stima condotte da primari esperti indipendenti, incaricati da Aedes, che hanno verificato la situazione del gruppo Praga Holding, in particolare gli immobili e terreni posseduti, i relativi permessi e autorizzazioni e la situazione ambientale, i contenziosi esistenti e potenziali, i dati contabili, la situazione fiscale e i relativi contenziosi esistenti e potenziali.

L'Operazione prevede, quali elementi inscindibili della ricapitalizzazione di Aedes idonea a consentire, anche attraverso la ristrutturazione del debito e il riequilibrio della situazione finanziaria della stessa, in esecuzione del Piano, le seguenti componenti:

- i) gli Aumenti di Capitale e la ristrutturazione del debito nei termini proposti alle banche creditrici;
- ii) il lancio del nuovo fondo immobiliare;
- iii) l'accordo di esdebitazione con un gruppo bancario titolare di una rilevante quota dell'indebitamento verso il Gruppo Aedes.

Le sopracitate operazioni straordinarie sono riflesse nel Piano e la loro esecuzione rappresenta una condizione essenziale affinché la Società e il Gruppo Aedes possano continuare ad operare in continuità aziendale. In particolare, le operazioni contemplate nel Piano consentirebbero alla Società di risanare la propria situazione debitoria; inoltre, mediante l'Aumento in Natura, la Società acquisirebbe il controllo di progetti di sviluppo immobiliare ad alta visibilità (prevalentemente nel

settore retail), oltre che di taluni asset a reddito a incremento del proprio portafoglio property, mentre con l'Aumento Riservato e l'Aumento in Opzione otterrebbe le risorse da utilizzarsi in prevalenza per la riqualificazione di alcuni asset core già di proprietà, per il finanziamento di investimenti in asset a reddito (office e retail), al fine di incrementare il proprio portafoglio property, e, infine, per l'avvio di selezionati progetti di sviluppo rivenienti dall'Aumento in Natura.

Descrizione del Contratto

Il Contratto di Investimento è stato sottoscritto in data 25 luglio 2014 dalla Società, con Tiepolo, Prarosa, Agarp, Itinera e Praviola, nella loro qualità di soci di Praga Holding, nonché con ViBa e con il Fondo. Tale Contratto disciplina la sottoscrizione dell'Aumento Riservato, dell'Aumento in Natura e dell'Aumento in Opzione da parte degli Investitori quali elementi inscindibili della ricapitalizzazione di Aedes idonea a consentire, anche attraverso la ristrutturazione del debito, il risanamento dell'esposizione debitoria e il riequilibrio della situazione finanziaria della stessa, in esecuzione del Piano. Con la sottoscrizione del Contratto, pertanto:

- I. il Fondo e Tiepolo si sono impegnati a sottoscrivere e liberare un aumento di capitale in denaro di Newco per complessivi Euro 20.000.000,06 ciascuno e a far sì che, con le risorse rivenienti da tale aumento di capitale, Newco sottoscriva e liberi integralmente l'Aumento Riservato per un importo pari a Euro 40.000.000,12;
- II. Tiepolo, Prarosa e Agarp si sono impegnati a conferire in favore di Newco tutte le azioni di Praga Holding dalle stesse detenute, rappresentative del 67,196% del relativo capitale sociale, e a far sì che Newco sottoscriva e liberi l'Aumento in Natura, per la quota ad essa riservata;
- III. Itinera e Praviola si sono impegnati a sottoscrivere e liberare l'Aumento in Natura per la quota di propria competenza, mediante il conferimento di tutte le azioni di Praga Holding dalle stesse detenute, rappresentative del 32,804% del relativo capitale sociale (e così, unitamente alla quota di competenza di Newco, per complessivi Euro 91.999.999,77);
- IV. ViBa e i Soci di Newco (tramite Newco) si sono impegnati a garantire la sottoscrizione dell'Aumento in Opzione per complessivi Euro 20 milioni, in modo tale da fornire, unitamente alle risorse rivenienti dall'Aumento Riservato, il fabbisogno complessivo di cassa richiesto dal Piano (in particolare, ViBa si è impegnata a sottoscrivere e liberare l'Aumento in Opzione per un importo pari a Euro 9.502.921,96, corrispondente alla quota di Aumento in Opzione di propria spettanza, nonché a garantire la sottoscrizione di eventuali azioni inoptate all'esito dell'offerta sul mercato dei diritti di opzione non esercitati ai sensi dell'art. 2441, comma 3, cod. civ., fino a concorrenza di un importo pari a Euro 497.078,04; i Soci di Newco si sono impegnati a garantire la sottoscrizione, tramite Newco, di eventuali azioni inoptate all'esito dell'offerta sul mercato dei diritti di opzione non esercitati ai sensi dell'art. 2441, comma 3, cod. civ., e dopo l'eventuale sottoscrizione di ViBa dei diritti inoptati fino a concorrenza di un importo pari a Euro 10 milioni).

Ai sensi del Contratto, l'esecuzione dell'Aumento Riservato e dell'Aumento in Natura e degli adempimenti relativi alla costituzione della garanzia di sottoscrizione dell'Aumento in Opzione, così come degli altri atti e adempimenti previsti negli accordi di ristrutturazione che saranno eventualmente sottoscritti con le banche creditrici di Aedes (ivi inclusa, dunque, l'esecuzione dell'Aumento Banche), dovrà avere luogo nel medesimo contesto. E' previsto che Aedes avvii l'offerta relativa all'Aumento in Opzione, previa approvazione e pubblicazione del relativo prospetto

informativo e ottenimento di ogni altra autorizzazione all'uopo necessaria, a valle dell'esecuzione e liberazione dell'Aumento Riservato, dell'Aumento in Natura e dell'Aumento Banche.

Condizioni cui è subordinato il perfezionamento dell'Operazione, dell'Aumento in Natura e dell'Aumento Riservato

Ai sensi del Contratto, l'Operazione (ivi inclusi, quindi, gli impegni di sottoscrizione degli Investitori ivi previsti) è subordinata al verificarsi di alcune condizioni sospensive, tra cui:

- 1) l'ottenimento dell'attestazione da parte dell'Esperto sul Piano ai sensi dell'art. 67, comma 3, lett. d), della Legge Fallimentare;
- 2) la sottoscrizione di accordi di ristrutturazione del debito con le banche creditrici di Aedes a termini e condizioni che risultino di gradimento degli Investitori, nonché la previsione nell'ambito di tali accordi del conferimento della totalità delle partecipazioni detenute da Aedes nelle società Trixia S.r.l., Induxia S.r.l. in liquidazione e Via Calzoni S.r.l. in liquidazione nel fondo immobiliare previsto dal Piano;
- 3) il rilascio da parte della Consob di un provvedimento che confermi, con riferimento all'Operazione, l'esenzione di Newco, dei Soci di Newco, di ViBa e dei soci di ViBa, ai sensi dell'art. 106 del TUF, dall'obbligo di promuovere un'offerta pubblica di acquisto sulle azioni ordinarie di Aedes e di Nova Re S.p.A.;
- 4) l'approvazione da parte dell'assemblea dei soci di Aedes delle proposte di Aumenti di Capitale;
- 5) il rilascio da parte della Banca d'Italia di un provvedimento con cui si autorizzi l'acquisizione da parte di Newco del controllo indiretto di Aedes BPM Real Estate SGR S.p.A. per effetto della sottoscrizione dell'Aumento Riservato e dell'Aumento in Natura;
- 6) la sottoscrizione tra Praga Holding e le relative banche finanziatrici di accordi per il riscadenziamento di parte dell'indebitamento di Praga Holding che prevedano termini per il rimborso non anteriori al dicembre 2015, e comunque a condizioni compatibili con il Piano;
- 7) il rilascio da parte di KPMG S.p.A., quale esperto incaricato dal Tribunale di Milano per la redazione della relazione giurata di cui all'art. 2343 cod. civ. avente ad oggetto le azioni di Praga Holding ai fini dell'Aumento in Natura, dell'attestazione che il valore di tali azioni sia almeno pari a Euro 91.999.999,77.

Con riferimento allo stato di avanzamento delle attività connesse al superamento delle sopra citate condizioni sospensive si rinvia a quanto descritto nella Relazione degli amministratori.

L'Operazione è altresì subordinata ad alcune altre condizioni sospensive tipiche di operazioni analoghe a quelle previste dal Contratto, nonché alle dimissioni irrevocabili di (x) almeno due amministratori di Aedes, con efficacia alla data di esecuzione dell'Operazione (al fine di consentire l'immediata cooptazione da parte del Consiglio di Amministrazione di Aedes, in sostituzione degli amministratori dimissionari, di due amministratori indicati dal Fondo); (y) un numero di amministratori di Aedes che, sommato ai due amministratori di cui alla lettera (x), rappresenti almeno la maggioranza degli amministratori di Aedes di nomina assembleare, con efficacia al termine del periodo di sottoscrizione dell'Aumento in Opzione.

3. Considerazione in merito ai criteri utilizzati dagli amministratori per la determinazione del prezzo di emissione delle azioni degli Aumenti di Capitale

Nell'ambito dell'Operazione, strettamente connessa in ogni sua parte, l'Aumento Riservato, l'Aumento in Natura e l'Aumento Banche rappresentano, insieme alla parte dell'Aumento in Opzione di cui è stata garantita la sottoscrizione, una condizione essenziale affinché la Società e il Gruppo Aedes possano continuare ad operare in continuità aziendale: le operazioni contemplate nel Piano, inclusa l'esecuzione degli Aumenti di Capitale, infatti, consentirebbero alla Società di risanare la propria situazione debitoria e rilanciare le attività della Società e del Gruppo Aedes.

In questo contesto l'esclusione del diritto di opzione corrisponde a precise esigenze di interesse sociale e, in particolare, consentirebbe alla Società di integrarsi con il Partner Industriale e di ottenere le risorse da utilizzarsi in prevalenza per la riqualificazione di alcuni *asset* core già di proprietà del Gruppo, nonché di finanziare investimenti in *asset* a reddito (*office* e *retail*), al fine di incrementare il portafoglio *property* e, infine, per l'avvio di selezionati progetti di sviluppo.

Il Consiglio di Amministrazione, tenuto conto della situazione economico patrimoniale e finanziaria della Società e dello stato di crisi finanziaria e di liquidità della stessa, ha deliberato di proporre all'assemblea degli azionisti gli Aumenti di Capitale, considerando, al riguardo:

1. la situazione economico patrimoniale al 31 dicembre 2013, da cui si evince un patrimonio netto consolidato di Gruppo pari a circa Euro 8,5 milioni e una perdita consolidata di Euro 22,7 milioni, tale da richiedere, considerando la situazione di tensione finanziaria, interventi finanziari urgenti, ai fini della prosecuzione e del rilancio dell'attività;
2. la situazione economico patrimoniale al 31 marzo 2014, che evidenzia una perdita consolidata di periodo di competenza del Gruppo pari a Euro 3,9 milioni e una situazione di tensione finanziaria analoga a quella rilevabile al 31 dicembre 2013;
3. la riduzione del capitale sociale della Società per perdite da Euro 284.299.511,34 a Euro 70.853.685,34 deliberata dall'assemblea straordinaria del 18 luglio 2014;
4. la necessità di ricercare e implementare in tempi rapidi - visto il perdurare della situazione di crisi aziendale e la difficoltà di generare flussi di cassa sufficienti per il proprio fabbisogno - una soluzione complessiva e di lungo periodo, coerentemente con le linee guida del nuovo piano industriale elaborate il 26 aprile 2013 e con il successivo Piano, idonea a consentire il risanamento e il rilancio del Gruppo;
5. l'opportunità dell'ingresso nel capitale della Società di nuovi soci che siano in grado di apportare, oltre alle necessarie risorse finanziarie, anche competenze industriali e progetti di sviluppo innovativi e tali da attrarre l'interesse del mercato, soprattutto in un contesto di difficoltà;
6. la necessità di rafforzare la Società sotto il profilo patrimoniale, di ottenere una significativa iniezione di liquidità, nonché di conseguire il riequilibrio finanziario del Gruppo attraverso la ristrutturazione del relativo indebitamento;
7. l'esito del processo, attivato dalla Società anche con il supporto del proprio *advisor* finanziario, di ricerca di soggetti potenzialmente interessati a partecipare al progetto di risanamento e rilancio del Gruppo. Tale processo ha condotto ad instaurare contatti con diversi operatori riconducibili alle seguenti categorie: (i) soggetti operanti nel settore immobiliare con progetti di integrazione industriale; (ii) ceti bancario; (iii) azionisti della Società; (iv) investitori finanziari/fondi di *private equity* italiani e internazionali. In particolare, ad esito di tale processo, sono emersi l'impossibilità di costituire un consorzio di

- garanzia per l'aumento di capitale e l'assenza di riscontri positivi da parte di soggetti terzi diversi dagli Investitori. Le ragioni addotte per rappresentare alla Società l'indisponibilità a partecipare alla prospettata operazione sono state, *inter alia*, la rischiosità della stessa rispetto alla limitata dimensione dell'operatore, la complessità della stessa in rapporto alla sua dimensione, la non appetibilità dello *status* di società quotata per taluni investitori professionali di settore (interessati piuttosto ad investire in singoli immobili o veicoli di scopo), l'insufficienza del *dividend yield* atteso nei primi anni di Piano;
8. l'impossibilità, in assenza del perfezionamento dell'Operazione, di proseguire l'operatività in una logica di continuità aziendale e l'assenza, allo stato, in esito al processo di cui al precedente punto 7, di operazioni alternative a quella sopra delineata;
 9. la valutazione complessiva della prospettata Operazione che, se realizzata secondo i termini e le condizioni previste, appare funzionale agli obiettivi di risanamento e rilancio di Aedes, fornendo alla stessa nuove prospettive di crescita e di sviluppo;
 10. le valutazioni e le conclusioni riportate nel Parere predisposto dal Comitato Controllo, Rischi e Operatività con Parti Correlate.

Oltre alle considerazioni in precedenza esposte, riferibili complessivamente agli Aumenti di Capitale, il Consiglio di Amministrazione ha tenuto in considerazione i seguenti elementi specifici con riferimento a ciascuna proposta di aumento di capitale con esclusione del diritto di opzione.

Considerazioni degli amministratori in merito alla determinazione del prezzo di emissione delle azioni nell'ambito dell'Aumento Riservato

Il prezzo di emissione delle azioni nell'ambito dell'Aumento Riservato è stato determinato in Euro 0,46 per azione post raggruppamento¹ (Euro 0,0046 per azione ante raggruppamento), nel rispetto di quanto previsto dal sesto comma dell'art. 2441 del codice civile, tenuto anche conto delle negoziazioni con gli Investitori conclusesi con la sottoscrizione del Contratto.

Al riguardo, in aggiunta alle considerazioni in precedenza riportate, il Consiglio di Amministrazione ha considerato, tra l'altro:

- il valore del patrimonio netto consolidato di Gruppo alla data del 31 dicembre 2013, pari a circa Euro 8,5 milioni, corrispondente a un valore del patrimonio netto per azione pari a Euro 0,7843 post raggruppamento (Euro 0,0078 per azione ante raggruppamento);
- la perdita economica consolidata di Gruppo maturata al 31 marzo 2014, pari a circa Euro 3,9 milioni, che, in mancanza del perfezionamento dell'Operazione e tenuto conto dell'andamento della gestione operativa, rappresenterebbe verosimilmente un risultato ricorrente, con conseguente progressiva ulteriore erosione del valore del patrimonio netto consolidato di Gruppo;
- l'*equity value pre-money* di Aedes proposto dal Fondo, a seguito delle negoziazioni, cui si sono allineati gli altri Investitori, pari a Euro 12,6 milioni;
- l'andamento delle quotazioni di borsa nell'ultimo mese e nell'ultimo semestre.

A tale ultimo riguardo è stato fatto riferimento al prezzo medio ponderato per i volumi scambiati, considerando archi temporali di 1 e 6 mesi antecedenti la sottoscrizione del Contratto (i.e. 25 luglio 2014). Il criterio del prezzo medio ponderato è stato individuato dal Consiglio di Amministrazione sulla base delle seguenti considerazioni: (i) la media ponderata, a differenza della media aritmetica,

¹ La Relazione degli amministratori illustra le motivazioni per le quali viene proposto all'Assemblea degli azionisti di procedere al raggruppamento delle azioni in ragione di una nuova azione ogni cento.

consente di determinare un valore medio che tenga conto della significatività dei prezzi nelle differenti giornate, attribuendo maggior rilievo a prezzi formati a fronte di un maggior numero di negoziazioni; (ii) l'orizzonte temporale di 6 mesi consente di usufruire di un intervallo di tempo sufficientemente ampio ad assorbire eventuali anomalie dei corsi di borsa legate a situazione di mercato contingenti o temporanee; e (iii) la scelta di stabilire, come data di riferimento per il calcolo della media ponderata, il giorno 24 luglio 2014 risponde all'esigenza di eliminare i potenziali effetti che l'annuncio dell'Operazione avrebbe potuto avere sull'andamento del titolo Aedes.

Dall'analisi di cui sopra emerge un valore per azione derivante dalla media ponderata dei corsi di Borsa dell'ultimo mese pari a Euro 0,0387 (ante raggruppamento) e degli ultimi sei mesi pari a Euro 0,0479 (ante raggruppamento). Tuttavia, il valore di Borsa è stato ritenuto scarsamente rappresentativo del capitale economico di Aedes, dal momento che, ad avviso del Consiglio di Amministrazione, non riflette il Net Asset Value ("NAV") del Gruppo (come risultante dai relativi dati contabili e dalle valutazioni del patrimonio immobiliare effettuate da esperti indipendenti incaricati dalla Società, pari a Euro 0,03 al 31 dicembre 2013 ante raggruppamento), non è in linea con il rapporto Prezzo/NAV di altri operatori quotati appartenenti al medesimo settore della Società e non tiene conto del contesto in cui l'Operazione si inserisce.

L'operazione relativa all'Aumento Riservato ha ricevuto il preventivo parere favorevole del Comitato Controllo, Rischi e Operatività con Parti Correlate (il "**Comitato**"). L'operazione in esame appare infatti qualificabile come operazione con "parti correlate", in quanto, secondo le informazioni a disposizione della Società, Newco risulta essere indirettamente partecipata in misura rilevante, tra gli altri, dall'Amministratore Delegato di Aedes, Sig. Giuseppe Roveda, nonché da Tiepolo, società partecipata indirettamente da Acciaierie Valbruna S.p.A. e da alcune persone fisiche soci di ViBa, attualmente azionista di riferimento di Aedes.

Nelle proprie valutazioni, il Consiglio di Amministrazione ha tenuto altresì conto della circostanza che ciascuna delle proposte di aumento di capitale oggetto della presente relazione costituisce elemento inscindibile dell'Operazione unitaria descritta in precedenza.

In conclusione, alla luce di tutti gli elementi precedentemente indicati, ivi incluse le evidenze empiriche desumibili da elementi negoziali e di mercato sopra illustrati, tenuto conto, tra l'altro, dell'impossibilità, in assenza del perfezionamento dell'Operazione, di proseguire l'operatività della Società in una logica di continuità aziendale e dell'assenza, allo stato, di operazioni alternative a quella sopra delineata e tenuto altresì conto che l'Operazione appare funzionale agli obiettivi di risanamento e rilancio di Aedes, fornendo alla stessa nuove prospettive di crescita e di sviluppo, il Consiglio di Amministrazione ha ritenuto di individuare nel prezzo di Euro 0,46 per azione post raggruppamento (Euro 0,0046 per azione ante raggruppamento) sopra indicato, un valore congruo ai fini dell'Aumento Riservato.

Considerazioni degli amministratori in merito alla determinazione del prezzo di emissione delle azioni nell'ambito dell'Aumento Banche

Il prezzo di emissione delle azioni nell'ambito dell'Aumento Banche è stato determinato in Euro 2,3 per azione post raggruppamento (Euro 0,023 per azione ante raggruppamento), nel rispetto di quanto previsto dal sesto comma dell'art. 2441 del codice civile, tenuto anche conto delle negoziazioni con gli Investitori conclusesi con la sottoscrizione del Contratto e con le banche creditrici del Gruppo attualmente in corso.

Le considerazioni degli amministratori in merito alla determinazione del prezzo di emissione delle azioni nell'ambito dell'Aumento Banche sono, per quanto applicabili, le medesime riportate al precedente paragrafo.

Considerazioni degli amministratori in merito alla determinazione del prezzo di emissione delle azioni nell'ambito dell'Aumento in Natura

Nell'ambito dell'Operazione è previsto che l'Aumento in Natura venga liberato mediante il conferimento del 100% del capitale sociale di Praga Holding (la "**Partecipazione Praga Holding**") a fronte dell'emissione, da parte della Società, di n. 114.285.714 (11.428.571.400 ante raggruppamento) nuove azioni, ad un prezzo pari ad Euro 0,8050 per azione post raggruppamento (Euro 0,00805 per azione ante raggruppamento), comprensivo di sovrapprezzo, per un controvalore complessivo pari a Euro 91.999.999,77.

Praga Holding è una società a capo dell'omonimo gruppo che si pone tra i principali operatori italiani nel settore dello sviluppo immobiliare. Alla data della presente relazione, il capitale sociale di Praga Holding risulta pari a Euro 40.450.268,00, suddiviso in n. 40.450.268 azioni ordinarie, del valore nominale di Euro 1,00 ciascuna.

E' previsto che, al momento dell'esecuzione dell'Aumento in Natura, il capitale sociale di Praga Holding sia detenuto, quanto a n. 27.181.134 azioni ordinarie, rappresentanti il 67,1964% del relativo capitale, da Newco, mentre le residue azioni ordinarie saranno detenute da Itinera e Praviola.

L'operazione relativa all'Aumento in Natura da liberarsi mediante il conferimento della Partecipazione Praga Holding, ha ricevuto il preventivo parere favorevole del Comitato Controllo, Rischi e Operatività con Parti Correlate. L'operazione in esame appare infatti qualificabile come operazione con "parti correlate", in quanto, secondo le informazioni a disposizione della Società, tra i soggetti attualmente titolari della Partecipazione Praga Holding - che effettueranno il conferimento per il tramite di Newco - vi sono (i) tre società - Prarosa, Praviola e Agarp - partecipate in misura rilevante dall'Amministratore Delegato di Aedes, Sig. Giuseppe Roveda, e (ii) una società - Tiepolo - partecipata indirettamente da Acciaierie Valbruna S.p.A. e da alcune persone fisiche soci di ViBa, attualmente azionista di riferimento di Aedes.

Valorizzazione della Partecipazione Praga Holding

Il Consiglio di Amministrazione, nel determinare i termini del conferimento della Partecipazione Praga Holding, ha adottato le opportune procedure volte a tutelare l'integrità del capitale sociale della Società e l'interesse degli azionisti di Aedes a fronte dell'esclusione del loro diritto d'opzione. In particolare, ad esito delle necessarie analisi e valutazioni, il Consiglio di Amministrazione ha ritenuto congruo il valore di Euro 91.999.999,77, proposto dal Fondo a seguito delle negoziazioni e convenuto con gli altri Investitori.

Per la determinazione di tale valore è stato utilizzato il metodo patrimoniale quale risultante dalla situazione contabile consolidata di Praga Holding attesa al 30 giugno 2014, adeguato per tener conto degli altri elementi rappresentativi del NAV. Tale valutazione è stata condotta sulla base della documentazione messa a disposizione da Praga Holding e, in particolare, (i) della situazione patrimoniale ed economica del gruppo Praga Holding al 31 dicembre 2013 e al 31 marzo 2014, redatta in conformità agli International Financial Reporting Standards ("IFRS"), in coerenza con i

medesimi principi adottati dal gruppo Aedes, e (ii) dei business plan pluriennali, nonché tenendo conto delle perizie relative al patrimonio immobiliare di Praga Holding redatte da un esperto indipendente incaricato dalla Società.

Le valutazioni sono state effettuate in ipotesi di continuità gestionale di Praga Holding e delle sue controllate, anche da un punto di vista finanziario, non tenendo conto di eventuali sinergie derivanti dall'integrazione con il Gruppo Aedes ma applicando fattori di valutazione (quali, ad esempio, quelli connessi al rischio ed al costo del capitale di debito) che presuppongono l'appartenenza di Praga Holding al Gruppo Aedes, in conseguenza dell'effettiva esecuzione dell'Operazione.

Il Consiglio di Amministrazione ha ritenuto il metodo principale di valutazione utilizzato, ovvero il metodo patrimoniale, il metodo più utilizzato nell'ambito delle società immobiliari e delle holding di partecipazione. I valori alla base della valutazione con detto metodo risultano inoltre supportati ed avvalorati dalle analisi e perizie di stima condotte da primari esperti indipendenti, incaricati da Aedes, che hanno verificato la situazione del Gruppo Praga Holding, in particolare gli immobili e terreni posseduti, i relativi permessi e autorizzazioni e la situazione ambientale, i contenziosi esistenti e potenziali, i dati contabili, la situazione fiscale e i relativi contenziosi esistenti e potenziali.

Praga Holding non è società quotata in borsa e, pertanto, non è stato possibile utilizzare quotazioni alternative ed eventuali altri metodi di valutazione sono risultati meno significativi di quello effettivamente utilizzato.

In considerazione di quanto descritto, il Consiglio di Amministrazione non ha ritenuto necessario applicare metodi di valutazione di supporto, ritenendosi pienamente rappresentativo il metodo di valutazione principale utilizzato.

L'applicazione del metodo patrimoniale ha determinato un valore del capitale economico stand alone di Praga Holding, tenuto anche conto delle negoziazioni intercorse con gli Investitori, pari a Euro 92 milioni circa.

Inoltre, in data 9 maggio 2014 il Tribunale di Milano ha designato KPMG S.p.A. quale esperto incaricato di redigere la relazione giurata di cui all'art. 2343 del codice civile avente ad oggetto la partecipazione Praga Holding ai fini dell'Aumento in Natura (il "Perito").

Tenuto conto delle considerazioni in precedenza riportate, il prezzo di emissione delle azioni nell'ambito dell'Aumento in Natura è stato determinato in Euro 0,8050 per azione post raggruppamento (Euro 0,00805 per azione ante raggruppamento), nel rispetto di quanto previsto dal sesto comma dell'art. 2441 del Codice Civile, tenuto anche conto delle negoziazioni con gli Investitori conclusesi con la sottoscrizione del Contratto.

4. Natura e portata del presente parere

Il presente parere di congruità, emesso ai sensi dell'art. 2441 sesto comma del codice civile, e dell'art. 158, primo comma del TUF, 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 all'adeguatezza dei criteri adottati, sotto il profilo della ragionevolezza e non arbitrarietà, dal

Consiglio di amministrazione ai fini della determinazione del prezzo di emissione delle nuove azioni di Aedes nell'ambito dell'Aumento Riservato, dell'Aumento in Natura e dell'Aumento Banche.

Il presente parere indica pertanto, come illustrato al precedente paragrafo 3, i criteri e le circostanze alla base della determinazione da parte del Consiglio di Amministrazione del prezzo puntuale di emissione delle nuove azioni Aedes, pari a:

- Euro 0,46 per azione post raggruppamento in relazione all'Aumento Riservato;
- Euro 0,8050 per azione post raggruppamento in relazione all'Aumento in Natura;
- Euro 2,30 per azione post raggruppamento in relazione all'Aumento Banche.

Il parere è altresì costituito dalle nostre considerazioni sull'adeguatezza, sotto il profilo della loro ragionevolezza e non arbitrarietà, nelle circostanze, di tali metodi.

Non abbiamo quindi effettuato una valutazione economica della Società e del Gruppo Praga Holding. Il parere non contiene neppure alcun giudizio in merito né agli accordi di ristrutturazione del debito, ancora in fase di elaborazione, né alla strutturazione dell'Operazione nel suo complesso, la cui valutazione di adeguatezza della stessa alle dichiarate finalità di risanamento, riequilibrio patrimoniale e finanziario e di rilancio industriale del Gruppo Aedes resta di esclusiva responsabilità del Consiglio di Amministrazione anche sulla base del lavoro svolto dai suoi *advisor*.

5. Documentazione utilizzata e lavoro svolto

Nello svolgimento del nostro lavoro abbiamo ottenuto dalla Società i documenti e le informazioni ritenute utili nella fattispecie. A tal fine abbiamo analizzato la documentazione ottenuta ed in particolare:

- i) la Relazione degli amministratori del 25 luglio 2014 che illustra e giustifica le operazioni di aumento di capitale sociale, incluse quelle con esclusione del diritto d'opzione, ai sensi dell'art. 2441, quinto e sesto comma del Codice Civile, indicando i criteri adottati dagli amministratori per la determinazione del prezzo di emissione;
- ii) il bilancio d'esercizio e consolidato della Aedes S.p.A. al 31 dicembre 2013, da noi assoggettati a revisione legale;
- iii) il bilancio consolidato semestrale abbreviato di Aedes S.p.A. al 30 giugno 2014, da noi assoggetta a revisione contabile limitata;
- iv) la documentazione di supporto legale e finanziaria dell'Operazione tra cui:
 - manifestazione di interesse di Praga Holding Real Estate S.p.A.;
 - *Term Sheet* intercorsi tra le parti ed i relativi addendum;
 - Rapporto Completo di Valutazione sulle proprietà appartenenti al portafoglio immobiliare del Gruppo Praga Holding predisposto da Cushman & Wakefield;
 - rapporto di Due Diligence Legale e fiscale sul Gruppo Praga Holding predisposto dallo Studio Legale Chiomenti;
 - rapporto di Due Diligence Fiscale sulla Praga Holding Real Estate S.p.A. e le società controllate selezionate, predisposto dalla PWC Tax and Legal Services;
 - il Contratto;
 - lettera dal Banco Popolare in cui concorda con la proposta di esdebitazione nell'ambito dell'Operazione;

- documenti predisposti da Rothschild, quale *advisor* finanziario incaricato dagli amministratori per l'intera Operazione, inclusi di elementi utili alla valutazione dei termini della stessa da parte degli amministratori;
 - altre evidenze documentali in relazione al processo di condivisione da parte del ceto bancario della ristrutturazione del debito;
- v) le linee guida del nuovo Piano industriale e della correlata manovra finanziaria approvate dal Consiglio di amministrazione in data 26 aprile 2013 e il piano industriale 2014 - 2019 approvato dal Consiglio di amministrazione in data 27 maggio 2014, oggetto di valutazione ed attestazione di fattibilità da un esperto nominato dalla Società, ai sensi di cui all'art 67, terzo comma, lettera d) del Regio Decreto n°267/1942;
 - vi) copia delle comfort letter predisposte dal dott. Ermanno Sgaravato, incaricato dalla Società di attestare la veridicità dei dati e la fattibilità del piano di risanamento di Aedes ai sensi dell'art. 67 L.F. con l'indicazione dello stato di avanzamento del lavoro di attestazione e che denotavano alla data di emissione (13 maggio 2014 e 31 gennaio 2014) l'assenza di elementi ostativi al rilascio di un giudizio positivo in ordine alla veridicità dei dati contabili ed alla fattibilità del Piano;
 - vii) la Statuto vigente della Società;
 - viii) il bilancio consolidato di Praga Holding Real Estate S.p.A. al 31 dicembre 2013 redatto secondo i Principi Contabili Italiani ed assoggettato da noi a revisione contabile;
 - ix) i dati finanziari consolidati riesposti in conformità agli IFRS di Praga Holding Real Estate S.p.A. al 31 dicembre 2013 da noi assoggettati a revisione contabile;
 - x) i dati finanziari consolidati riesposti in conformità agli IFRS di Praga Holding Real Estate S.p.A. al 30 giugno 2014 da noi assoggettati a revisione limitata;
 - xi) ulteriori informazioni contabili ed extracontabili ritenute utili ai fini della presente relazione;
 - xii) la comparazione predisposta dalla Società dei prezzi di emissione, rispetto alle condizioni proposte in recenti operazioni di aumento di capitale, in termini di sconto sul prezzo teorico medio ponderato post-operazione;
 - xiii) le note predisposte internamente da Aedes per la valutazione del valore del capitale economico del Gruppo Praga Holding e delle poste valutative del NAV di Aedes.

Il nostro lavoro ha comportato inoltre:

- i) la raccolta, anche attraverso discussione con la Direzione della Società, di informazioni circa gli eventi avvenuti dopo la chiusura del bilancio consolidato semestrale abbreviato al 30 giugno 2014, che possano avere un effetto significativo sulla determinazione dei valori oggetto del presente esame;
- ii) la lettura dei verbali delle riunioni del Consiglio di Amministrazione della Società dell'esercizio 2013 e delle bozze dei verbali delle riunioni tenutesi sino alla data della presente relazione;
- iii) la raccolta, anche attraverso discussione con la Direzione di Praga Holding, di informazioni circa gli eventi avvenuti dopo la chiusura di tali dati finanziari consolidati riesposti in conformità agli IFRS al 30 giugno 2014, che possano avere un effetto significativo sulla determinazione dei valori oggetto del presente esame;
- iv) la partecipazione alle riunioni del Comitato Controllo, Rischi e Operatività con Parti Correlate di Aedes incaricato di esprimere il Parere ai sensi dell'art. 8, comma 1 e dell'art. 11, comma 2, del Regolamento Consob 17221/2010 e successive modifiche e integrazioni e ai sensi degli articoli 5.2 e 11.2 della Procedura di Aedes S.p.A. in materia di operatività con le parti correlate;
- v) l'esame critico dei metodi di valutazione adottati dagli amministratori;

- vi) la discussione con i consulenti legali e finanziari nominati dalla Società per l'Operazione su contenuti e documentazione della stessa;
- vii) l'osservazione dell'andamento delle quotazioni di Borsa delle azioni di Aedes per intervalli temporali significativi.

Le sopradescritte attività sono state svolte nella misura necessaria per il raggiungimento delle finalità dell'incarico, indicate nel paragrafo 1.

Abbiamo inoltre ottenuto attestazione che, per quanto a conoscenza della Direzione della Società, non sono intervenute modifiche significative ai dati ed alle informazioni utilizzate nello svolgimento delle nostre analisi, o altri fatti e circostanze che possano avere un effetto sui criteri di determinazione del prezzo di emissione delle azioni indicati nella Relazione degli amministratori che, come tali, potrebbero essere rilevanti per le finalità della presente relazione.

6. Considerazioni sull'adeguatezza dei criteri adottati e sulla congruità dei prezzi di emissione determinati

Nell'ipotesi di esclusione del diritto di opzione, la norma dell'art. 2441, sesto comma del Codice Civile, stabilisce che il prezzo di emissione delle azioni deve essere determinato "in base al valore del patrimonio netto, tenendo conto, per le azioni quotate in Borsa, anche dell'andamento delle quotazioni nell'ultimo semestre". Secondo accreditata dottrina, tale disposizione va interpretata nel senso che il prezzo di emissione delle azioni non deve essere necessariamente uguale al valore patrimoniale, dal momento che la sua determinazione deve essere fatta "in base" a tale valore; tale assunzione lascia un margine di discrezionalità agli amministratori, che potrebbero emettere le nuove azioni ad un prezzo non coincidente con il valore del patrimonio netto. Analogamente, si ritiene che il riferimento della norma all'andamento delle quotazioni nell'ultimo semestre lasci agli amministratori libertà di scelta nell'individuazione dei più opportuni criteri di individuazione del valore dell'azione che possa ritenersi maggiormente rappresentativo della tendenza del mercato nel periodo di osservazione.

Come descritto nei precedenti paragrafi, con riferimento ai prezzi di emissione delle azioni, il Consiglio di Amministrazione, tenuto conto della situazione patrimoniale, economico e finanziaria della Società e del Gruppo, e del loro stato di crisi finanziaria e di liquidità, della proposta degli Investitori e del Contratto con gli stessi sottoscritto nonché della proposta di ristrutturazione del debito presentata alle banche creditrici che allo stato evidenzia l'assunzione di delibere positive ovvero il completamento dell'iter istruttorio con parere favorevole tali da rappresentare circa il 97% del debito complessivo del Gruppo al 30 giugno 2014, ha deliberato di proporre all'Assemblea degli azionisti che il prezzo di emissione delle nuove azioni di Aedes sia pari a:

- Euro 0,46 per azione (post raggruppamento) per quanto riguarda l'Aumento Riservato;
- Euro 0,8050 per azione (post raggruppamento) per quanto riguarda l'Aumento in Natura;
- Euro 2,30 per azione (post raggruppamento) per quanto riguarda l'Aumento Banche;

Come descritto in precedenza, gli amministratori, anche sulla base delle considerazioni ricevute dai loro consulenti, tenuto conto del periodo di crisi finanziaria e di liquidità che la Società sta attraversando, e non essendo a conoscenza allo stato attuale di possibili operazioni alternative, hanno ritenuto necessaria ed imprescindibile la realizzazione dell'Operazione, secondo i termini e le

condizioni sopra indicati, ai fini del risanamento e del riequilibrio dell'esposizione debitoria e della situazione patrimoniale del Gruppo.

Da parte nostra, sulla base delle informazioni in nostro possesso, non possiamo non tenere in considerazione l'attuale assenza di possibili operazioni alternative evidenziata dagli amministratori e dal loro *advisor* finanziario, in relazione all'Operazione ed alla conseguente definizione dei prezzi di emissione.

In relazione ai criteri per la determinazione del prezzo di emissione delle azioni stabiliti dal sesto comma dell'art. 2441 del Codice Civile, il prezzo di emissione delle azioni deve essere determinato in base al valore del patrimonio netto della Società, tenendo conto anche dell'andamento della quotazione del titolo nell'ultimo semestre.

In considerazione delle circostanze, descritte dagli amministratori, nell'ambito delle quali i prezzi di emissione sono stati determinati, le grandezze del patrimonio netto e della quotazione del titolo nell'ultimo semestre sono state considerate dagli amministratori solo ai fini di una valutazione complessiva di ragionevolezza del valore aziendale implicito nei prezzi di emissione, che era già stato definito come uno dei punti di riferimento nell'ambito del processo negoziale con gli Investitori e con le banche creditrici, piuttosto che come variabili significative per l'applicazione di modelli valutativi generalmente adottati dalla prassi in queste fattispecie.

Con riferimento al valore del patrimonio netto, occorre evidenziare che il patrimonio netto consolidato risultante dal bilancio consolidato al 31 dicembre 2013 risulta pari a Euro 8,5 milioni, corrispondente ad un valore di circa Euro 0,78 per azione, tenendo conto del proposto raggruppamento. Inoltre, a decorrere dal 1 gennaio 2014, nell'ambito di quanto previsto dallo IAS 40, il Gruppo ha modificato la *policy* contabile di rilevazione degli investimenti immobiliari con l'adozione del *fair value* in sostituzione del modello del costo adottato in precedenza. A seguito di tale modifica, il patrimonio netto di Gruppo al 31 dicembre 2013 sarebbe risultato pari a circa Euro 28 milioni, corrispondente ad un valore di circa Euro 2,56 per azione post raggruppamento. Inoltre, si evidenzia che la perdita economica consolidata di Gruppo maturata al 31 marzo 2014 e al 30 giugno 2014, pari rispettivamente a circa Euro 3,9 milioni ed Euro 11,4 milioni, ha ridotto il patrimonio netto di Gruppo al 30 giugno 2014 ad Euro 16,4 milioni. Considerando tale contesto, gli amministratori hanno valutato la necessità e l'urgenza di realizzare l'Operazione in tempi compatibili con i fabbisogni aziendali e tali da garantire la salvaguardia e valorizzazione del Gruppo Aedes.

Pertanto, come descritto dagli amministratori, è stata tenuta in considerazione la necessità di garantire agli Investitori uno sconto sul valore contabile e di mercato necessario a definire un accordo di reciproca soddisfazione per determinare una struttura dell'Operazione che rispondesse complessivamente alle necessità di risanamento di Aedes. D'altronde, in assenza dell'Operazione, la necessità di soddisfare le immediate e stringenti esigenze di cassa per far fronte agli impegni di breve termine in un'ottica di continuità e tenuto conto della natura del portafoglio immobiliare di Aedes obbligherebbero la Società ad agire come *forced seller*; tale circostanza non consentirebbe, comunque, ad Aedes di realizzare le proprie attività in linea con i valori contabili e, nel contempo, disperderebbe, in un'ottica sostanzialmente liquidatoria, le competenze e le professionalità presenti nel Gruppo e non consentirebbe allo stesso di beneficiare delle sinergie e degli *asset* oggetto dell'integrazione con il Partner Industriale attese dall'Operazione a supporto del rilancio industriale.

Infatti, tenuto conto che la situazione di crisi finanziaria e di liquidità in cui si trovano la Società e il Gruppo, rende necessaria ed imprescindibile la realizzazione dell'Operazione, secondo i termini e le

condizioni sopra indicate, gli amministratori hanno dovuto valutare, durante il processo negoziale, la congruità dei prezzi di emissione congiuntamente a diversi altri elementi rilevanti per la strutturazione dell'Operazione nel suo complesso, non necessariamente connessi al valore del capitale economico aziendale. Pertanto, è stato ritenuto adeguato definire con gli Investitori dei prezzi di emissione a sconto rispetto al valore contabile determinando invece con il ceto bancario un prezzo di emissione superiore per l'Aumento Banche (cinque volte il prezzo di emissione dell'Aumento Riservato).

Con riferimento, invece, al valore di Borsa, gli amministratori hanno ritenuto lo stesso scarsamente rappresentativo nell'ambito dei criteri di determinazione dei prezzi di emissione in quanto non rappresentativo del NAV del Gruppo, non in linea con il rapporto Prezzo/NAV di altri operatori quotati appartenenti al medesimo settore della Società ed in quanto non tiene conto del contesto in cui l'Operazione si inserisce.

Inoltre, si evidenzia che il prezzo di emissione dell'Aumento Riservato corrisponde a quello proposto per l'Aumento in Opzione, cui è inoltre abbinata, in favore degli attuali azionisti, l'emissione gratuita di warrant. Tale prezzo include uno sconto sul prezzo teorico medio ponderato post-operazione ("TERP") all'interno di un range di sconti TERP sui prezzi di emissione di recenti casi di aumento di capitale di società quotate italiane in stato di crisi finanziaria o a supporto della ripatrimonializzazione.

In particolare, avendo a riferimento il valore del patrimonio netto complessivo post-Operazione, emergono i seguenti sconti:

- Aumento Riservato: sconto TERP 43% (calcolato sulla base del prezzo del titolo Aedes al 23.07.2014 pari a Euro 0,0366) e sconto TERP 46% (calcolato sulla base del prezzo medio del titolo Aedes nei sei mesi precedenti al 23.07.2014 pari a Euro 0,0479);
- Aumento Natura: sconto TERP 1% (calcolato sulla base del prezzo del titolo Aedes al 23.07.2014 pari a Euro 0,0366) e sconto TERP 6% (calcolato sulla base del prezzo medio del titolo Aedes nei sei mesi precedenti al 23.07.2014 pari a Euro 0,0479).

Infine, con riferimento all'Aumento Riservato e in Natura, il prezzo di emissione delle azioni è stato determinato considerando il valore dell'*equity value pre-money* di Aedes proposto dal Fondo, cui gli altri Investitori si sono allineati, pari a Euro 12,6 milioni, ulteriormente scontato, ad esito delle negoziazioni, rispettivamente del 60% e del 30%, tenuto conto delle limitate garanzie rilasciate agli Investitori nonché della differente modalità con cui gli aumenti con esclusione del diritto di opzione vengono liberati.

Sulla base del lavoro svolto, sono inoltre emerse le seguenti considerazioni:

- i) i prezzi di emissione devono essere valutati congiuntamente agli ulteriori elementi che l'Operazione apporta a beneficio della Società e degli Azionisti, in assenza della quale la continuità aziendale risulterebbe pregiudicata;
- ii) l'Operazione è essenziale per l'esecuzione del Piano che prevede l'integrazione con il Partner Industriale e l'utilizzo di risorse finanziarie apportate dagli Investitori con tempi coerenti con i fabbisogni del Gruppo;
- iii) l'Aumento Riservato e l'Aumento in Natura sono qualificabili come operazioni con "parti correlate" ed hanno ricevuto il preventivo parere favorevole del Comitato Controllo, Rischi e

- Operatività con Parti Correlate sull'interesse di Aedes alla sottoscrizione del Contratto e all'operazione di conferimento in natura della totalità del capitale sociale di Praga Holding Real Estate S.p.A. in Aedes nonché sulla convenienza e sulla correttezza sostanziale delle sue condizioni, avendo valutato le motivazioni economiche, finanziarie e patrimoniali;
- iv) i prezzi di emissione risultano definiti nell'ambito di un processo negoziale che ha coinvolto una pluralità di parti, quali sono l'azionista di riferimento (ViBa), le banche creditrici e gli Investitori, tutte interessate alla salvaguardia e valorizzazione aziendale, sia nel breve che nel medio-lungo termine;
 - v) il prezzo di emissione dell'Aumento Riservato è uguale al prezzo di emissione dell'Aumento in Opzione che include, inoltre, il diritto a ricevere gratuitamente warrant al servizio di un ulteriore aumento di capitale.

7. Limiti specifici ed altri aspetti di rilievo emersi nell'espletamento del presente incarico

Come in precedenza evidenziato, nell'esecuzione del nostro incarico abbiamo utilizzato dati, documenti ed informazioni forniti dalla Società, assumendone la veridicità, correttezza e completezza, senza svolgere verifiche al riguardo. Parimenti non abbiamo effettuato una valutazione economica della Società né del Gruppo Praga Holding oggetto dell'Aumento in Natura. Allo stesso modo, non sono state eseguite, sempre perché estranee all'ambito del nostro incarico, verifiche e/o valutazioni della validità e/o efficacia delle operazioni effettuate e dei negozi stipulati dalla Società con gli Investitori e con le banche creditrici.

Inoltre, le sinergie e le opportunità di sviluppo industriale che gli amministratori attendono di conseguire dall'Operazione, non sono identificate ad un livello di dettaglio tale da consentire di effettuarne, in questa fase di esecuzione dell'Operazione, una specifica valutazione economica.

Il periodo di crisi finanziaria e di liquidità che sta attraversando la Società ed il Gruppo Aedes è tale da rendere necessaria ed imprescindibile, secondo gli amministratori ed i loro *advisor*, la realizzazione dell'Operazione, che, come sopra descritto, è stata proposta in un quadro di assenza, di possibili operazioni alternative, dopo aver, senza successo, tentato di porre in essere una diversa strategia finalizzata al perseguimento del solo obiettivo di generazione della cassa necessaria a fronteggiare gli impegni finanziari.

L'insieme degli aumenti di capitale sociale in esame, risultano alla data attuale ancora soggetti ad alcune condizioni sospensive non ancora realizzatesi, di cui al punto 2. Non si può quindi escludere che, se tali condizioni non vengano soddisfatte ovvero se la versione finale degli accordi con le banche, differisca dalla bozza di accordo di risanamento allegato al Contratto, anche le considerazioni contenute nella presente relazione in ordine alla congruità dei prezzi di emissione delle azioni relative agli aumenti di capitale sociale con esclusione del diritto di opzione, potrebbero non essere più valide o applicabili.

La determinazione dei prezzi di emissione è avvenuta nell'ambito del descritto processo negoziale, i cui risultati finali tengono conto del particolare contesto in cui tale processo è stato condotto e non è basata su modelli di valutazione aziendale comunemente applicati nella prassi professionale, che possano essere oggetto di nostra valutazione di adeguatezza e di corretta applicazione.

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

- come illustrato nella Relazione degli amministratori, gli Aumenti di Capitale si inquadrano nell'ambito del più complesso piano di risanamento finalizzato al riequilibrio della situazione economico-patrimoniale della Società e alla ristrutturazione del debito. Esula ovviamente dall'oggetto della presente relazione qualsivoglia considerazione in ordine a tale piano ed alla sua fattibilità e ragionevolezza, che saranno oggetto dell'attestazione del piano da parte del professionista incaricato ai sensi dell'art. 67, terzo comma, lettera d), della Legge Fallimentare;
- si rammenta che, nei bilanci d'esercizio e consolidato al 31 dicembre 2013 e nel bilancio consolidato semestrale abbreviato al 30 giugno 2014 di Aedes, gli amministratori hanno assunto il presupposto della continuità aziendale in connessione all'esecuzione dell'Operazione, la cui finalizzazione, in tutte le sue componenti ed articolazioni, è condizionata anche all'esecuzione degli Aumenti di Capitale nei termini proposti dal Consiglio di Amministrazione.

8. Conclusioni

Tutto ciò premesso, sulla base della documentazione esaminata e delle procedure sopra descritte, tenuto conto della natura, portata e limiti del nostro lavoro come indicati nella presente relazione e assumendo il verificarsi delle fattispecie e delle condizioni evidenziate al precedente paragrafo 7., riteniamo che i criteri adottati dagli amministratori per la determinazione dei prezzi di emissione delle azioni ai fini degli aumenti del capitale sociale con esclusione del diritto di opzione ai sensi dell'art. 2441, sesto comma del Codice Civile previsti dall'Operazione, siano adeguati, in quanto nella circostanza ragionevoli e non arbitrari, ed esprimiamo parere favorevole sulla congruità dei relativi prezzi di emissione.

Milano, 5 settembre 2014

Reconta Ernst & Young S.p.A.


Aldo Alberto Amorese
(Socio)