

Relazione della società di revisione sul prezzo di emissione delle azioni nell'ambito dell'aumento di capitale con esclusione del diritto di opzione ai sensi dell'art. 2441 del Codice Civile e dell'art. 158 del D.Lgs. n. 58/98

Agli Azionisti della
Ratti S.p.A.

1 Motivo, oggetto e natura dell'incarico

Ai sensi dell'art. 158 del D.Lgs. n. 58/98, abbiamo ricevuto da Ratti S.p.A. (nel seguito anche la "Società") comunicazione relativa alla proposta di aumento di capitale sociale con esclusione del diritto di opzione ai sensi dell'art. 2441, quinto comma, del Codice Civile, accompagnata dalla Relazione illustrativa degli Amministratori del 12 novembre 2009 che indica, ai sensi del sesto comma del sopra citato art. 2441 del Codice Civile, le ragioni dell'esclusione del diritto di opzione e i criteri adottati per la determinazione del prezzo di emissione delle azioni.

La proposta si inserisce nell'ambito di una più articolata operazione (l'"Operazione") che prevede l'aumento del capitale sociale della Società per un importo complessivo di €25.251.000,00, con emissione di complessive n. 221.500.000 nuove azioni ordinarie senza indicazione del valore nominale. In particolare, l'Operazione sarà realizzata mediante:

- a) un aumento del capitale sociale a pagamento, in via inscindibile, per un importo (comprensivo di sovrapprezzo) di €4.446.000,00, mediante emissione di n. 39.000.000 nuove azioni ordinarie, da offrirsi in sottoscrizione agli aventi diritto ai sensi dell'articolo 2441, primo comma, del Codice Civile, ad un prezzo di emissione di €0,114 per azione (l'"Aumento in Opzione");
- b) un aumento del capitale sociale a pagamento, in via inscindibile, per un importo (comprensivo di sovrapprezzo) di €20.805.000,00, con esclusione del diritto di opzione ai sensi dell'art. 2441, quinto comma, del Codice Civile, mediante emissione di n. 182.500.000 nuove azioni ordinarie, da riservare in sottoscrizione a Marzotto S.p.A., quanto a n. 91.250.000 azioni ordinarie, e a Faber Five S.r.l., quanto a n. 91.250.000 azioni ordinarie, ad un prezzo di emissione di €0,114 per azione (l'"Aumento Riservato" e, unitamente all'Aumento in Opzione, gli "Aumenti di Capitale").

La proposta relativa alla suddetta Operazione sarà sottoposta all'approvazione dell'Assemblea straordinaria degli Azionisti della Società fissata in prima convocazione per il giorno 22 dicembre 2009 e, occorrendo, in seconda convocazione per il giorno 23 dicembre 2009.

2 Descrizione dell'Operazione

2.1 Premessa

L'Aumento Riservato oggetto della presente relazione risulta finalizzato alla ricapitalizzazione della Società capofila del Gruppo Ratti S.p.A. (nel seguito anche "Gruppo Ratti" o il "Gruppo") attraverso l'ingresso nella compagine azionaria di un partner industriale e finanziario per il rilancio del Gruppo.

Parallelamente la Società completerà l'implementazione di un piano di riorganizzazione e sviluppo industriale e la ristrutturazione dell'indebitamento finanziario in essere mediante la stipulazione di un nuovo contratto di finanziamento con primari istituti bancari.

2.2 Struttura dell'Operazione

Le principali fasi esecutive dell'Operazione, dettagliatamente descritte nel corpo della Relazione illustrativa degli Amministratori, si possono riassumere come segue.

Nel corso del mese di giugno 2009, al fine di coinvolgere un partner industriale e finanziario a supporto del piano di rilancio, la Società ha avviato trattative con Marzotto S.p.A. ("Marzotto") e con Faber Five S.r.l. ("Faber" e, unitamente a Marzotto, gli "Investitori").

In data 30 ottobre 2009, all'esito delle predette trattative, la Società e Donatella Ratti (attuale "Azionista di riferimento" della Società con una partecipazione pari al 49,652% del capitale sociale) hanno sottoscritto con gli Investitori un accordo quadro (l'"Accordo Quadro") che prevede un progetto di ristrutturazione patrimoniale, finanziaria ed industriale del Gruppo Ratti, mediante (i) la ricapitalizzazione della Società (ii) l'ingresso degli Investitori nel capitale della Società e (iii) il reperimento di nuovi finanziamenti.

In data 12 novembre 2009 il Consiglio di Amministrazione di Ratti S.p.A. ha approvato la "Relazione illustrativa degli Amministratori ai sensi dell'art. 2441 del cod. civ. e dell'art. 72 del Regolamento Consob n. 11971 del 14 maggio 1999 e successive modificazioni", da sottoporre all'esame ed approvazione dell'Assemblea straordinaria degli Azionisti fissata in prima convocazione per il giorno 22 dicembre 2009 avente all'Ordine del Giorno, fra gli altri, la proposta di aumento del capitale sociale di Ratti S.p.A., a pagamento, per un importo complessivo di €25.251.000,00, comprensivo di sovrapprezzo, mediante emissione di complessive n. 221.500.000 nuove azioni ordinarie senza indicazione del valore nominale, nei seguenti termini:

- a) un Aumento in Opzione a pagamento, in via inscindibile per un importo (comprensivo di sovrapprezzo) di €4.446.000,00, con emissione di n. 39.000.000 nuove azioni ordinarie Ratti S.p.A. senza indicazione del valore nominale, da offrirsi in sottoscrizione agli aventi diritto ad un prezzo di emissione di €0,114 per azione, di cui €0,076 a titolo di sovrapprezzo;

- b) un Aumento Riservato a pagamento in via inscindibile per un importo (comprensivo di sovrapprezzo) di €20.805.000,00, con emissione di n. 182.500.000 nuove azioni ordinarie Ratti S.p.A. senza indicazione del valore nominale, con esclusione del diritto di opzione, ai sensi dell'art. 2441, quinto comma, del Codice Civile, riservate in sottoscrizione a Marzotto S.p.A., quanto a n. 91.250.000 azioni ordinarie, e a Faber Five S.r.l., quanto a n. 91.250.000 azioni ordinarie, ad un prezzo di emissione di €0,114 per azione, di cui €0,076 a titolo di sovrapprezzo.

La Relazione illustrativa degli Amministratori informa che l'Aumento Riservato sarà eseguito anteriormente all'inizio dell'Aumento in Opzione e che, nell'ambito di quest'ultimo, l'attuale Azionista di riferimento si è impegnata a sottoscrivere e liberare le azioni che restassero inopote ad esito dell'offerta sul mercato dei diritti d'opzione, garantendo pertanto l'integrale esecuzione dell'aumento.

A seguito del perfezionamento degli Aumenti di Capitale, gli Investitori diverranno titolari di una partecipazione complessiva pari al 66,7% del capitale sociale della Società mentre l'attuale Azionista di riferimento sarà titolare di una quota di partecipazione compresa tra il 16,5% (nel caso di totale esercizio del diritto di opzione da parte degli altri soci titolari del diritto) ed il 23,7% (nel caso di sottoscrizione da parte dell'attuale Azionista di riferimento del totale Aumento in Opzione offerto agli altri soci).

L'esecuzione degli Aumenti di Capitale è sospensivamente condizionata, tra l'altro:

- alla sottoscrizione da parte della Società di un nuovo contratto di finanziamento con i principali istituti finanziari creditori della Società (BNL-Unicredit), in conformità ai termini ed alle condizioni indicate nel relativo term sheet, mirato ad un intervento finanziario a supporto del piano di ristrutturazione del Gruppo Ratti attraverso un importo complessivo di €30.000.000 tra linee di credito a medio-lungo termine (€20.000.000) e linee di credito ordinarie a revoca (per un importo massimo complessivo pari ad €10.000.000);
- al parere positivo della Consob in merito all'applicazione all'Operazione dell'esenzione dall'obbligo di promuovere un'Offerta Pubblica di Acquisto prevista dall'art. 106, quinto comma, lettera a), del D.Lgs. n. 58/98 e dell'art. 49, primo comma, lettera b), del Regolamento adottato dalla Consob con delibera n. 11971/99 e successive modificazioni o, comunque, ad un provvedimento della Consob in tal senso, reso ai sensi dell'art. 106, sesto comma, del D.Lgs. n. 58/98.

3 Natura e portata della presente relazione

Al fine di fornire agli Azionisti idonee informazioni sul prezzo di emissione delle Azioni, con esclusione del diritto di opzione ai sensi dell'art. 2441, quinto comma, del Codice Civile, la presente relazione indica il criterio seguito dagli Amministratori per la sua determinazione; essa contiene inoltre la nostra valutazione sull'adeguatezza nella circostanza di tale criterio sotto il profilo della sua ragionevolezza e non arbitrarietà, nonché sulla sua corretta applicazione.

Nell'esaminare il criterio di valutazione adottato dagli Amministratori, anche sulla base delle indicazioni dei loro consulenti, non abbiamo effettuato una valutazione economica del Gruppo. Tale valutazione è stata svolta esclusivamente dagli Amministratori.

4 Documentazione utilizzata

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

- “Relazione illustrativa degli Amministratori redatta ai sensi dell'art. 2441 del cod. civ. e dell'art. 72 del Regolamento Consob n. 11971 del 14 maggio 1999 e successive modificazioni” predisposta per il Consiglio di Amministrazione del 12 novembre 2009, che espone i criteri di valutazione adottati per la determinazione del prezzo di emissione delle azioni oggetto degli Aumenti di Capitale nell'ambito dell'Operazione;
- documentazione interna e carte di lavoro predisposte dalla Direzione della Società ai fini di supportare gli Amministratori nella determinazione del prezzo di emissione delle nuove azioni oggetto degli Aumenti di Capitale;
- Relazione finanziaria annuale per l'esercizio al 31 dicembre 2008, comprensiva della relazione sulla gestione e dei bilanci d'esercizio e consolidato della Società con le relative relazioni della società di revisione emesse in data 9 aprile 2009;
- Relazione finanziaria semestrale al 30 giugno 2009, comprensiva della relazione intermedia sulla gestione e del bilancio consolidato semestrale abbreviato al 30 giugno 2009 del Gruppo con la relativa relazione della società di revisione sulla revisione contabile limitata del bilancio consolidato semestrale abbreviato emessa in data 12 agosto 2009;
- Resoconto intermedio di gestione del Gruppo Ratti al 30 settembre 2009;
- Accordo Quadro tra Ratti S.p.A./Donatella Ratti e Faber Five S.r.l./Marzotto S.p.A. relativo all'operazione di Aumento di Capitale Riservato;
- “Comfort Letter” rilasciata da BNL ed Unicredit, datata 30 ottobre 2009, relativa ad un nuovo contratto di finanziamento per un importo complessivo pari ad €30.000.000 - e relativo term sheet;
- comunicati stampa di Ratti S.p.A. e altre informazioni pubbliche riguardanti la Società e l'Operazione.

Abbiamo inoltre ottenuto attestazione dalla Direzione della Società che, per quanto a loro conoscenza, non sono intervenute fino alla data della presente relazione modifiche significative alle informazioni e ai dati presi in considerazione nello svolgimento delle nostre analisi.

5 Criterio di valutazione adottato dagli Amministratori per la determinazione del prezzo di emissione

Come descritto dagli Amministratori nella "Relazione illustrativa degli Amministratori redatta ai sensi dell'art. 2441 del cod. civ. e dell'art. 72 del Regolamento Consob n. 11971 del 14 maggio 1999 e successive modificazioni", il prezzo di emissione delle nuove azioni di Ratti S.p.A. nell'ambito degli Aumenti di Capitale previsti dall'Operazione, e quindi anche dell'aumento Riservato, è pari a €0,114 per ciascuna azione.

Ai fini della determinazione del prezzo di emissione, gli Amministratori hanno principalmente proceduto sulla base di una valutazione del capitale del Gruppo derivata dall'applicazione del metodo dei flussi di cassa operativi scontati o "*Discounted Cash Flow*" ("DCF"). Inoltre, in ottemperanza al disposto del Codice Civile, gli Amministratori hanno analizzato i riferimenti offerti dal valore delle quotazioni di borsa del titolo Ratti e dal valore del patrimonio netto contabile del Gruppo alla data più recente.

5.1 Metodo DCF

Nell'ambito del metodo DCF gli Amministratori hanno stimato il valore del Gruppo come somma algebrica del valore finanziario del suo capitale investito operativo e della sua posizione finanziaria netta alla data del 30 settembre 2009.

Il valore del capitale investito è stato calcolato pari al valore attuale dei flussi di cassa operativi futuri del Gruppo, considerati al netto delle imposte e scontati ad un tasso pari al costo medio ponderato del capitale ("WACC").

Per la stima dei flussi di cassa futuri gli Amministratori hanno utilizzato i dati del Business Plan del Gruppo (2009-2013); per il periodo successivo al 2013 hanno ipotizzato che la gestione operativa generi un flusso di cassa sostenibile in perpetuo ad un tasso costante di crescita nominale.

I dati del Business Plan e, conseguentemente, la stima proposta considerano il Gruppo in ipotesi di autonomia operativa senza tenere conto delle possibili sinergie derivanti dall'ingresso degli Investitori nella compagine sociale.

Il tasso WACC utilizzato dagli Amministratori per l'attualizzazione dei flussi di cassa futuri nell'ambito del metodo DCF è pari a 8,2% circa.

In base al metodo DCF gli Amministratori sono pervenuti ad una valutazione del capitale del Gruppo Ratti che si colloca in un intervallo compreso tra €0,079 ed €0,114 per azione. L'intervallo è basato su analisi di sensibilità dei risultati del metodo DCF al variare del tasso di capitalizzazione implicita dei flussi del periodo successivo al 2013.

5.2 Quotazioni di borsa

Gli Amministratori hanno inoltre rilevato, in ottemperanza al disposto dall'art. 2441, sesto comma, del Codice Civile, l'andamento delle quotazioni del titolo Ratti nei sei mesi antecedenti la comunicazione al mercato dell'Operazione.

Come dettagliato nella Relazione illustrativa, gli Amministratori hanno ritenuto che tali quotazioni non potessero considerarsi rappresentative del valore delle azioni Ratti per motivi connessi al limitato volume degli scambi e agli andamenti anomali osservati nel periodo successivo all'annuncio delle trattative con gli Investitori.

5.3 Patrimonio netto contabile

Gli Amministratori hanno infine considerato che il valore del patrimonio netto contabile consolidato del Gruppo Ratti al 30 settembre 2009, tenendo conto del risultato economico di periodo, è pari ad €0,07 per azione.

5.4 Risultati emersi dalla valutazione effettuata dagli Amministratori

Sulla base delle considerazioni e degli elementi sopra riportati gli Amministratori, in via conclusiva, hanno individuato il prezzo di emissione delle nuove azioni Ratti sulla base del limite superiore dell'intervallo di valori risultanti dal metodo DCF, corrispondente a €0,114 per azione.

6 Lavoro svolto

Nell'ambito dell'incarico affidatoci abbiamo:

- analizzato e discusso con la Direzione della Società il criterio adottato dal Consiglio di Amministrazione per la determinazione del prezzo di emissione delle azioni nell'ambito dell'Aumento Riservato al fine riscontrare che tale criterio risultasse, nelle circostanze in oggetto, ragionevole e non arbitrario;
- verificato la coerenza dei dati utilizzati dagli Amministratori nell'ambito delle diverse metodologie con le relative fonti di riferimento;

- discusso con la Direzione della Società i criteri utilizzati per la predisposizione del Business Plan del Gruppo (2009-2013) utilizzato per l'applicazione del metodo DCF;
- verificato i calcoli matematici utilizzati per l'applicazione del metodo DCF nella formulazione proposta dagli Amministratori;
- svolto alcune analisi di sensibilità dei risultati del metodo DCF al variare dei principali parametri applicati;
- rilevato e analizzato l'andamento delle quotazioni di borsa e dei volumi scambiati delle azioni ordinarie Ratti nei sei mesi precedenti la data del Consiglio di Amministrazione del 12 novembre 2009 e nel periodo intercorso tra tale data e la data di emissione della presente relazione;
- discusso con la Direzione della Società gli eventi verificatisi dopo la data di riferimento della valutazione (30 settembre 2009) e dopo il Consiglio di Amministrazione del 12 novembre 2009 che possano avere un effetto significativo sulla determinazione del prezzo di emissione delle azioni della Società.

7 Commenti sull'adeguatezza del criterio utilizzato e sulla validità delle stime prodotte

Con riferimento alla scelta del criterio operata dagli Amministratori per la determinazione del prezzo di emissione delle nuove azioni, riteniamo opportuno esporre i seguenti commenti:

- i riferimenti quantitativi disponibili devono essere considerati nel contesto specifico della Società e dell'Operazione; gli Amministratori riportano nella loro relazione che la situazione di crisi patrimoniale e finanziaria del Gruppo perdura da tempo, che la Società ha già condotto in passato altri tentativi di ricerca di nuovi soci industriali, e che l'ingresso degli Investitori costituisce presupposto essenziale per la ristrutturazione aziendale. Tutti questi elementi sono stati considerati dagli Amministratori, in aggiunta ai riferimenti quantitativi, ai fini di pervenire ad una valutazione conclusiva circa la congruità complessiva e il carattere non pregiudizievole nei confronti degli Azionisti delle condizioni proposte per l'Aumento Riservato;
- l'individuazione del criterio di determinazione del prezzo di emissione delle azioni nell'ambito dell'Aumento Riservato è stata condotta dagli Amministratori tenendo in considerazione il disposto dell'art. 2441, sesto comma, del Codice Civile, secondo il quale il prezzo di emissione deve essere determinato "in base al valore del patrimonio netto" dell'emittente, tenendo conto, per le azioni quotate in mercati regolamentati, anche dell'andamento delle quotazioni dell'ultimo semestre;

- relativamente al “valore di patrimonio netto”, tenuto conto del risultato al 30 settembre 2009, come risultante dal Resoconto intermedio di gestione del Gruppo, il patrimonio netto contabile consolidato, comprensivo della perdita ante imposte di €3,8 milioni, è pari ad €3,6 milioni, corrispondente ad un valore contabile pari ad €0,07 per azione; si segnala che il patrimonio netto contabile potrà variare a seguito dell'aumento di capitale sociale a pagamento, che verrà proposto agli attuali azionisti nella medesima assemblea del 22 dicembre 2009, per un importo complessivo di €4,446 milioni ed un prezzo di emissione pari a €0,114 per azione;
- relativamente al metodo DCF, si tratta di un metodo ampiamente condiviso dalla dottrina e dalla prassi; nel caso di specie le modalità di applicazione proposte dagli Amministratori sono di tipo sintetico e, pur riferendosi al Gruppo configurato in autonomia operativa (senza sinergie finanziarie e industriali con gli Investitori), non includono alcun adattamento specifico dei parametri in relazione alla situazione patrimoniale e finanziaria del Gruppo; sulla base degli elementi disponibili, tuttavia, non si ritiene che l'introduzione di questi accorgimenti avrebbe condotto gli Amministratori a produrre stime del capitale del Gruppo superiori a quelle proposte;
- relativamente al metodo delle quotazioni di borsa, trattandosi di una Società con bassa capitalizzazione e titoli caratterizzati da flottante e volumi scambiati ridotti, le considerazioni effettuate dagli Amministratori circa la non applicabilità di tale metodo appaiono nella fattispecie ragionevoli.

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

Relativamente alle principali difficoltà ed ai limiti incontrati nello svolgimento del presente incarico, si segnalano principalmente i seguenti:

- gli Amministratori hanno ritenuto di adottare, quale metodologia principale, una metodologia di valutazione di tipo analitico. L'applicazione di tale metodologia ha richiesto, oltre al riferimento ai parametri di redditività storica, l'utilizzo di proiezioni economico-finanziarie prospettiche che sono per loro natura aleatorie, soggette a significativi cambiamenti di scenario e sensibili a variazioni del contesto di mercato e dello scenario macro-economico, specie per quanto riguarda il settore in cui opera il Gruppo;
- in generale le complessità associate alla valutazione delle aziende in situazione di difficoltà con approcci di tipo non liquidatorio, e la corretta quantificazione dei parametri fondamentali per l'applicazione di metodologie di tipo finanziario, quali: costo del capitale, struttura finanziaria di equilibrio e attribuzione del rischio tra le varie categorie di prestatori di capitale, trattamento del rischio di insolvenza, e altri.

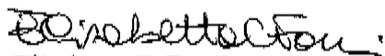
Delle predette circostanze si è tenuto conto ai fini della predisposizione della presente relazione.

9 Conclusioni

Sulla base della documentazione esaminata e delle procedure sopra indicate, e tenuto conto della natura e portata del nostro lavoro come illustrate nella presente relazione, riteniamo che il criterio di valutazione adottato dagli Amministratori, anche sulla base delle indicazioni dei loro consulenti, sia adeguato, in quanto nella circostanza ragionevole e non arbitrario, e che lo stesso sia stato correttamente applicato ai fini della determinazione del prezzo di emissione delle azioni nell'ambito dell'aumento di capitale sociale con esclusione del diritto di opzione.

Milano, 4 dicembre 2009

KPMG S.p.A.


Elisabetta C. Forni
Socio