

RISANAMENTO S.P.A.

PROPOSTA DI AUMENTO DI CAPITALE SOCIALE CON ESCLUSIONE DEL
DIRITTO DI OPZIONE A SERVIZIO DELL' EMISSIONE
DI UN PRESTITO OBBLIGAZIONARIO CONVERTIBILE

RELAZIONE DELLA SOCIETA' DI REVISIONE
sulla congruità del prezzo di emissione delle azioni
ai sensi dell'art. 2441, sesto comma, del Codice Civile

PROPOSTA DI AUMENTO DI CAPITALE SOCIALE CON ESCLUSIONE DEL
DIRITTO DI OPZIONE A SERVIZIO DELL' EMISSIONE
DI UN PRESTITO OBBLIGAZIONARIO CONVERTIBILE

RELAZIONE DELLA SOCIETA' DI REVISIONE
sulla congruità del prezzo di emissione delle azioni
ai sensi dell'art. 2441, sesto comma, del Codice Civile

Agli Azionisti di
Risanamento S.p.A.

1. MOTIVO, OGGETTO E NATURA DELL'INCARICO

Ai sensi dell'art. 2441, sesto comma, del Codice Civile e dell'art. 158 del D.Lgs. 58/1998, abbiamo ricevuto da Risanamento S.p.A. (nel seguito la "Società") la comunicazione della proposta di aumento del capitale sociale con esclusione del diritto di opzione ai sensi dell'art. 2441, comma quinto, del Codice Civile, proposto dal Consiglio di Amministrazione riunito in data 21 e 22 febbraio 2007, a servizio dell'emissione di un prestito obbligazionario convertibile il cui collocamento è riservato ad investitori istituzionali individuati mediante raccolta di ordini di sottoscrizione effettuata in data 22 febbraio 2007. A tal fine, abbiamo ricevuto da Risanamento S.p.A. la relazione illustrativa predisposta dal Consiglio di Amministrazione che illustra e giustifica l'esclusione del diritto d'opzione indicando i criteri adottati dagli Amministratori per la determinazione del prezzo di emissione delle azioni, ai sensi dell'art. 2441, sesto comma, del Codice Civile e dell'art. 72, primo comma, del Regolamento Consob adottato con Delibera n. 11971 del 14 maggio 1999 e successive modifiche ed integrazioni.

La proposta di emissione del prestito obbligazionario e la proposta di aumento del capitale sociale ad esso asservito, che prevede, con esclusione del diritto d'opzione ai sensi dell'art. 2441, quinto comma, del Codice Civile, l'emissione di un massimo di n. 19.722.500 azioni ordinarie del valore nominale di Euro 1,03 e quindi per un massimo di nominali Euro 20.314.175,00, sarà sottoposta all'approvazione dell'assemblea straordinaria degli azionisti di Risanamento S.p.A. prevista in prima convocazione per il giorno 2 maggio 2007 e, occorrendo, in seconda convocazione per il giorno 4 maggio 2007.

In qualità di revisori incaricati della revisione contabile del bilancio di esercizio e consolidato di Risanamento S.p.A., esprimiamo nel seguito, ai sensi dell'art. 158 del D.Lgs. 24 febbraio 1998, n. 58, il nostro parere sulla congruità del prezzo di emissione delle azioni.

Al fine di fornire agli azionisti di Risanamento S.p.A. idonee informazioni sulle modalità di determinazione del prezzo emissione delle azioni proposto, la presente relazione riporta i criteri utilizzati dagli Amministratori per la determinazione del prezzo stesso ed una valutazione sull'adeguatezza dei metodi utilizzati sotto il profilo della loro ragionevolezza e non arbitrarietà.

Nell'esaminare i criteri adottati dagli Amministratori, anche sulla base delle indicazioni dei loro consulenti, per la determinazione del prezzo di emissione delle azioni, non abbiamo effettuato una valutazione economica della Società.

2. DESCRIZIONE DELL'OPERAZIONE

Il Consiglio di Amministrazione di Risanamento S.p.A. ha deliberato, in data 21 febbraio 2007, di procedere all'emissione di obbligazioni convertibili per un valore complessivo in linea capitale di 200 milioni di Euro, salvo la facoltà, di incrementare il valore complessivo in linea capitale di ulteriori 50 milioni di Euro, attraverso la concessione a JP Morgan Securities Ltd (nel seguito anche "JP Morgan"), in qualità di unico *bookrunner*, di due opzioni di acquisto, la prima delle quali fino a 30 milioni di Euro al fine di coprire eventuali sovra-allocazioni (*overallotment option*) e la seconda per ulteriori 20 milioni di Euro, al fine di eventualmente incrementare il volume dell'offerta (*increase option*).

L'offerta delle obbligazioni convertibili è stata affidata a JP Morgan e Banca Caboto S.p.A. mediante la raccolta di ordini di sottoscrizione lanciata il giorno successivo, 22 febbraio 2007. Il collocamento è stato riservato a investitori istituzionali con conseguente esclusione del diritto di opzione degli azionisti.

In data 22 febbraio 2007, si è quindi conclusa la procedura di raccolta degli ordini di sottoscrizione per un ammontare complessivo di 220 milioni di Euro, a seguito dell'esercizio da parte di JP Morgan dell'opzione di sottoscrizione dell'addizionale valore in linea capitale di 20 milioni di Euro, incrementativi del volume totale dell'offerta. Il Consiglio di Amministrazione ha, di conseguenza, deliberato la convocazione dell'assemblea straordinaria degli azionisti per l'approvazione dell'operazione ed il conseguente aumento del capitale sociale ad essa asservito. L'ammontare del prestito obbligazionario convertibile potrà essere incrementato di ulteriori Euro 30 milioni, fino ad un valore nominale complessivo massimo di Euro 250 milioni, qualora JP Morgan Securities Limited, in qualità di *Sole Book Runner* del collocamento, eserciti l'*overallotment option* entro e non oltre il prossimo 23 aprile 2007. La proposta degli Amministratori all'assemblea, tiene pertanto conto di tale opzione.

I principali termini della sottoscrizione, definitivamente stabiliti nel corso del processo di collocamento nell'ambito degli intervalli che erano stati deliberati dagli Amministratori, sono i seguenti:

- cedola annua pari all'1% del valore dell'obbligazione convertibile;

- rimborso finale a scadenza, in caso di mancata conversione, pari al 123,69% del valore dell'obbligazione convertibile;
- premio di conversione pari al 50% calcolato sul prezzo medio ponderato di borsa (Euro 8,45) dell'azione Risanamento S.p.A. alla data di raccolta degli ordini di sottoscrizione (22 febbraio 2007), fino all'ora di chiusura della sottoscrizione stessa;
- emissione alla pari;
- scadenza: 7 anni dalla sottoscrizione;
- periodo di opzionalità: dal giugno 2007 al maggio 2014 (dal 41° giorno successivo alla sottoscrizione fino a 7 giorni lavorativi antecedenti la scadenza).

Tali condizioni determinano, in sostanza, un'onerosità effettiva del prestito a scadenza, in caso di mancata conversione, pari a circa il 4% annuo.

Il prezzo di emissione delle azioni è quindi stato stabilito in Euro 12,675878 per azione, applicando lo stabilito premio di conversione del 50% al prezzo medio ponderato di borsa dell'azione Risanamento S.p.A. al 22 febbraio 2007, all'ora di chiusura degli ordini di sottoscrizione, che è stato rilevato pari a Euro 8,45 per azione; tale prezzo di emissione implica un rapporto di conversione di n. 7.889 azioni ordinarie di valore nominale pari a Euro 1,03, ogni titolo obbligazionario del valore nominale di Euro 100.000.

Le obbligazioni convertibili sono riservate esclusivamente ad investitori istituzionali fuori dagli Stati Uniti, Canada, Australia e Giappone e non saranno vendute a soggetti statunitensi, canadesi, australiani o giapponesi.

Il Consiglio di Amministrazione ha ritenuto che l'operazione, così come strutturata e descritta, risponda all'interesse della Società e degli Azionisti in quanto soddisfa gli obiettivi perseguiti e descritti nel successivo paragrafo. Inoltre, l'esclusione del diritto di opzione agli azionisti è stata decisa dagli Amministratori al fine di dedicare l'offerta ad investitori istituzionali sulla base delle seguenti considerazioni:

- ottimizzazione del *pricing* delle obbligazioni convertibili, che è anche funzione della tempistica e della velocità di esecuzione dell'operazione;
- limitazione delle pressioni speculative sul titolo;
- inadeguatezza dello strumento, avente caratteristiche finanziarie complesse, per investitori non istituzionali ed, in particolare, per investitori *retail*.

3. CRITERI DI VALUTAZIONE ADOTTATI DAGLI AMMINISTRATORI PER LA DETERMINAZIONE DEL PREZZO DI EMISSIONE DELLE AZIONI

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 fissato "in base al valore del patrimonio netto, tenendo conto, per le azioni quotate in borsa, anche dell'andamento delle quotazioni nell'ultimo semestre".

Gli Amministratori, anche sulla base delle indicazioni del proprio Consulente e della direzione finanziaria della Società, in considerazione della tipologia e complessità dell'operazione, hanno invece ritenuto appropriato adottare, ai fini della loro valutazione, modelli finanziari aventi consolidate basi dottrinali ed applicative, adottando parametri coerenti con la propria struttura finanziaria nonché con le condizioni comunemente proposte dal mercato per operazioni similari; tali modelli sono stati considerati adeguati in quanto in grado di fornire risultati coerenti o migliorativi per gli azionisti rispetto alle grandezze che il legislatore ha inteso indicare quali parametri di riferimento della valutazione degli Amministratori. Il Consiglio di Amministrazione ha infatti ritenuto che le adottate modalità di determinazione del prezzo di offerta, di generale applicazione nei mercati finanziari, consentano di valorizzare al massimo le azioni di nuova emissione, permettendo così di ottenere, in funzione della categoria di investitori istituzionali a cui l'aumento è indirizzato, un prezzo di mercato migliorativo per gli azionisti rispetto alle condizioni e modalità tipiche di svolgimento degli aumenti capitale delle società quotate che prevedono, nella consueta prassi di mercato, che le nuove azioni siano collocate con uno sconto rispetto ai corsi azionari.

Come evidenziato dal Consulente e dalla direzione finanziaria della Società, il prestito obbligazionario convertibile è uno strumento finanziario che incorpora caratteristiche sia di mezzi di debito sia di capitale di rischio, attraverso l'inclusione nello strumento di debito finanziario di un diritto implicito dell'obbligazionista alla conversione del proprio titolo di credito in azioni.

Gli obiettivi strategici, che si è inteso perseguire adottando tale tipologia di strumento finanziario, sono stati indicati dagli Amministratori come segue:

- reperire risorse a medio termine per effettuare acquisizioni di immobili a reddito senza distrarre, ma anzi rafforzare, le risorse dedicate al core business dello sviluppo;
- garantire a medio termine un rilevante ammontare di risorse finanziarie ad un costo, sia nominale sia effettivo, contenuto;
- stabilire relazioni con una nuova classe di investitori diversificando le fonti finanziarie aziendali;
- tenuto conto dell'elevata quotazione del titolo Risanamento, raccogliere capitale di rischio ad un premio elevato, rafforzando la struttura complessiva del capitale;
- ridurre l'effetto di diluizione dei soci rispetto ad un'offerta diretta al mercato di aumento del capitale ordinario;
- inviare al mercato un messaggio di rilevante effetto segnaletico;
- coniugare i vantaggi di un titolo obbligazionario e di un'emissione azionaria, con una minimizzazione della remunerazione dell'obbligazionista ed un'emissione di azioni con un rilevante premio rispetto ai corsi azionari correnti.

La scelta della banca a cui dare mandato per la strutturazione e il collocamento del prestito obbligazionario convertibile è avvenuta dopo un processo di selezione basato sulla valutazione dei termini garantiti dello strumento da collocare, proposti dai vari istituti di credito, e dell'esperienza dagli stessi maturata in operazioni similari.

Tra i cinque istituti finanziari invitati a presentare il proprio progetto, JP Morgan ha proposto le condizioni più competitive in termini di *yield* e *cash coupon* più bassi e premio di conversione più alto, oltre a garantire una comprovata capacità di collocamento.

La valutazione dei termini finanziari proposti da JP Morgan sono stati verificati dagli uffici finanziari di Risanamento S.p.A. attraverso la valutazione del valore corrente (*fair value*), alla data di raccolta dell'ordine di sottoscrizione, delle due componenti implicite, nelle quali, come sopra descritto, è articolabile un prestito obbligazionario convertibile:

- il debito;
- l'opzione di acquisto di azioni.

Nella sostanza, l'esistenza di un diritto di acquisto delle azioni di compendio induce l'investitore ad accettare un rendimento dell'obbligazione inferiore rispetto a quello che accetterebbe per un investimento in obbligazioni del medesimo emittente, di medesima durata, ma non convertibili. A fronte di questo risparmio, l'emittente cede il diritto, esercitabile entro predeterminate scadenze, di convertire in azioni valorizzate a premio rispetto al prezzo delle stesse al momento dell'emissione delle obbligazioni.

In particolare, nella valutazione del valore corrente del debito, sono stati assunti i seguenti parametri:

- Durata di 7 anni;
- Cedola di 1%;
- *Premium redemption* di 123,69% e quindi *yield to maturity* implicito del 4,0%;
- Tasso *swap* a 7 anni del 4.21%;
- *Credit spread* di 150 bps.

Nella valutazione del valore corrente dell'opzione di acquisto delle azioni, sono stati assunti i seguenti parametri:

- Durata di 7 anni ;
- Premio di conversione del 50%;
- Clausola di *dividend protection*;
- Volatilità del 26,5%, a fronte di volatilità storiche a 10 gg del 23,14%, a 50 gg del 29,87% e a 100 gg del 23,11%.

I parametri assunti dalla banca nel calcolo in base a valutazioni soggettive, in particolare la volatilità ed il *credit spread*, sono stati giudicati dalla direzione finanziaria di Risanamento S.p.A. essere in linea ovvero migliorativi delle generali condizioni proposte dal mercato.

Le proposte condizioni di regolazione del prestito obbligazionario, sulla base del descritto modello valutativo, sono quindi risultate fornire valori correnti delle due componenti implicite, nelle quali lo strumento è articolato, coerenti tra loro.

Sulla base del prezzo medio ponderato di borsa dell'azione Risanamento S.p.A. al 22 febbraio 2007, all'ora di chiusura della raccolta degli ordini, che è stato rilevato pari a Euro 8,45 per azione, e dello stabilito premio del 50%, il prezzo di conversione è determinato in Euro 12,675878 per azione ed il rapporto di conversione è, di conseguenza, fissato, in n. 7.889 nuove azioni ordinarie per ogni obbligazione del valore nominale di Euro 100.000.

4. DOCUMENTAZIONE UTILIZZATA E LAVORO SVOLTO

Nello svolgimento del nostro lavoro abbiamo ottenuto dalla direzione finanziaria di Risanamento S.p.A. i documenti e le informazioni, ritenuti utili nella fattispecie. Abbiamo analizzato la documentazione ricevuta, ed in particolare:

- a) la relazione illustrativa predisposta dagli Amministratori ai sensi dell'art. 72, primo comma, del Regolamento Consob adottato con Delibera n. 11971 del 14 maggio 1999 e successive modifiche ed integrazioni che fissa il prezzo di emissione delle nuove azioni di compendio ed il rapporto di conversione come segue:

Prezzo di emissione:	Euro 12,675878 per azione
Rapporto di conversione:	n. 7.889 azioni ordinarie del valore nominale di Euro 1,03, ogni obbligazione convertibile del valore nominale di Euro 100.000

- b) La *Fairness Opinion* predisposta da Mediolanum – Società Lombarda di Revisioni S.r.l. (nel seguito anche “Consulente”) in qualità di consulenti degli amministratori; tale relazione, datata 21 febbraio 2007 e predisposta su incarico degli Amministratori, esprime un parere indipendente circa l'adeguatezza della struttura del prestito obbligazionario rispetto alle strategie di *capital management* di Risanamento S.p.A..
- c) La seguente documentazione, utilizzata dal Consulente per la preparazione della propria relazione e, successivamente, anche da noi ai fini del nostro incarico:
- elaborato JPMorgan denominato “*pricing sensitivities*”;
 - elaborati JPMorgan sulle recenti emissioni di prestiti obbligazionari convertibili;
 - regolamento del prestito obbligazionario convertibile (*terms and conditions of the bonds*).

- d) La seguente ulteriore documentazione è stata da noi esaminata:
- I verbali delle riunioni del Consiglio di Amministrazione di Risanamento S.p.A. del 21 e 22 febbraio 2007;
 - Le presentazioni effettuate, nel corso delle predette riunioni, da parte della direzione finanziaria di Risanamento S.p.A. al fine di esporre analiticamente agli Amministratori i termini dell'operazione, le finalità, i metodi di valutazione adottati, le ragioni della loro scelta, i valori risultanti dalla loro applicazione,
 - Le valutazioni di stima del patrimonio immobiliare del Gruppo Risanamento S.p.A. al 31 dicembre 2006, redatte da periti indipendenti;
 - Il bilancio consolidato di Risanamento S.p.A. al 31 dicembre 2006, da noi assoggettato a revisione contabile e sul quale abbiamo emesso la nostra relazione di revisione in data 10 aprile 2007;
 - Elementi contabili e statistici nonché ogni altra informazione ritenuta utile ai fini della presente relazione.

Ai fini della valutazione dell'adeguatezza delle metodologie utilizzate dagli Amministratori per la determinazione del prezzo di emissione delle nuove azioni e del rapporto di conversione con i titoli obbligazionari, abbiamo discusso con la direzione finanziaria della Società circa il processo di selezione dell'istituto finanziario cui è stato affidato l'incarico e circa i modelli di valutazione finanziaria adottati per la verifica dei termini proposti dalla banca.

A supporto di tali discussioni, abbiamo acquisito il parere del Consulente e la documentazione esaminata dagli Amministratori ai fini dell'approvazione all'operazione proposta dalla banca selezionata. Abbiamo inoltre svolto le seguenti procedure:

- verificato i risultati della valutazione di coerenza dei valori correnti degli elementi di cui si compone il prestito obbligazionario, attraverso l'applicazione a modelli di calcolo di generale applicazione, delle variabili assunte ed approvate dagli Amministratori;
- letto il "*Subscription Agreement*" sottoscritto tra la Società e JP Morgan e Banca Caboto S.p.A., a cui è stata affidata l'offerta delle obbligazioni convertibili;
- esame critico dei metodi di valutazione adottati dagli Amministratori, considerando ogni elemento ritenuto necessario per accertare che tali metodi fossero tecnicamente idonei, nella specifica circostanza, a determinare i valori economici della Società ai fini della determinazione del prezzo di emissione delle azioni;
- sviluppato *sensitivity analysis* nell'ambito dei metodi di valutazione adottati;
- verificato la coerenza dei dati utilizzati rispetto alle fonti di riferimento e con la "Documentazione utilizzata";

- analisi di conformità alla vigente normativa dei criteri per la determinazione del prezzo di sottoscrizione delle azioni da emettere con l'esclusione del diritto di opzione;
- osservazione dell'andamento delle quotazioni di Borsa delle azioni Risanamento per intervalli temporali significativi;
- effettuazione di ulteriori analisi ritenute necessarie per l'accertamento della congruità del criterio di determinazione del prezzo di emissione delle azioni, incluso il confronto con i risultati prodotti dai modelli di valutazione finanziaria del prestito obbligazionario con il patrimonio netto contabile del gruppo Risanamento, rettificato dei valori correnti del portafoglio immobiliare desunti da perizie indipendenti aggiornate al 31 dicembre 2006.

Le sopradescritte attività sono state svolte nella misura necessaria per il raggiungimento delle finalità dell'incarico, indicate nel precedente 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 presi in considerazione nello svolgimento delle nostre analisi.

5. COMMENTI SULL'ADEGUATEZZA DEI CRITERI UTILIZZATI E SULLA CONGRUITÀ DEL PREZZO DI EMISSIONE DELLE AZIONI

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 fissato "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; ciò lascia un certo 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 nella individuazione del valore dell'azione che possa ritenersi maggiormente rappresentativo della tendenza del mercato nel periodo di osservazione.

Con riferimento al presente incarico, riteniamo opportuno sottolineare che la finalità principale del procedimento decisionale degli amministratori è consistito nella valutazione della struttura del prestito obbligazionario rispetto alle strategie ed esigenze finanziarie del Gruppo Risanamento, nonché alle condizioni generali del mercato finanziario. Tenuto conto delle caratteristiche dello strumento finanziario utilizzato, un prestito obbligazionario convertibile finanziario che incorpora componenti implicite di mezzi di debito e di capitale di rischio, le metodologie utilizzate non sono, infatti, finalizzate alla determinazione di un valore corrente dello strumento finanziario in termini assoluti, quanto alla

coerenza dei valori correnti di ciascuna componente in cui lo strumento è articolato. Una valutazione del prezzo di emissione in base ai corsi azionari, in applicazione letterale della normativa, avrebbe comunque condotto a risultati meno favorevoli per gli azionisti.

Infatti, come descritto dal Consulente, l'esistenza di un diritto di acquisto delle azioni di compendio induce l'investitore ad accettare una cedola sull'obbligazione di importo inferiore rispetto a quella che accetterebbe per un investimento in obbligazioni del medesimo emittente, di medesima durata, ma non convertibili. A fronte di questo risparmio, l'emittente potenzialmente cede a scadenza azioni a premio rispetto al prezzo delle stesse al momento dell'emissione. Le metodologie di valutazione applicate sono quindi state finalizzate a verificare che la combinazione dei termini di regolazione delle due componenti, il debito e l'opzione di acquisto di azioni, fossero tra loro coerenti. Tali condizioni, infatti, potrebbero variare in valore assoluto qualora l'emittente privilegiasse, alternativamente, una maggiore o minore onerosità del debito, compensando però tale diverso valore rispettivamente con un minore o maggiore premio di conversione, in modo che la combinazione dei valori correnti delle due componenti sostanzialmente non si discosti dalle condizioni che complessivamente le istituzioni finanziarie sono disponibili a concedere all'emittente.

Gli Amministratori, pertanto, nel processo posto in essere a supporto della loro decisione, hanno, dapprima, valutato le condizioni offerte da cinque differenti primari istituti finanziari al fine di identificare quelle complessivamente più conveniente alla Società e, quindi, verificato la coerenza delle differenti variabili applicate con le metodologie finanziarie comunemente applicate per la determinazione dei *fair value* degli strumenti finanziari.

A conforto delle valutazioni espresse con l'ausilio della propria direzione finanziaria, gli Amministratori hanno, infine, richiesto al Consulente una valutazione indipendente della coerenza della struttura di operazione selezionata con le più ampie strategie di *capital management* poste in essere dal gruppo.

Peraltro, al fine di contenere l'eventualità di un'eccessiva variazione, in danno agli Azionisti, delle condizioni del mercato rispetto alle ipotesi ad oggi assunte a base della stima, in presenza di un inatteso rialzo del titolo, nel periodo di convertibilità, oltre il prezzo di emissione delle nuove azioni, è stata inserita nel regolamento del prestito obbligazionario una clausola di richiamo anticipato a favore dell'emittente (*call option* dell'emittente) che consente alla società emittente in qualsiasi momento, trascorsi tre anni dall'emissione, di richiedere la conversione ovvero, in caso di mancata conversione, di effettuare il rimborso anticipato del prestito ad un controvalore pari all'importo nominale del debito incrementato degli interessi, con riferimento sia alla cedola che al premio di rimborso, qualora per 20 giorni di negoziazione su 30 giorni consecutivi il prezzo dell'azione superi il 130% di tale controvalore (denominato *Accreted Principal Amount*).

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

Come sopra accennato, gli approcci metodologici adottati hanno previsto una selezione dell'istituzione finanziaria anche basata su una valutazione soggettiva degli Amministratori dell'esperienza maturata in operazioni similari. A tale riguardo, abbiamo acquisito dalla Società le evidenze del processo di selezione posto in atto, nonché le referenze presentate dall'istituto prescelto, unici elementi oggettivamente verificabili, ma non ci è possibile apprezzare tutti gli ulteriori elementi che gli Amministratori abbiano potuto soggettivamente considerare nell'esprimere la propria preferenza.

Inoltre, i modelli valutativi adottati per la verifica dei valori correnti dello strumento finanziario includono parametri che dipendono da processi di stima, quali ad esempio la volatilità od il *credit spread*, verificabili solo per ragionevolezza sulla base di condizioni storiche ovvero attese.

Infine, il rapporto di conversione è determinato dall'applicazione del premio di conversione al valore di borsa dell'azione Risanamento S.p.A. fissato in Euro 8,45 per azione, quale media ponderata del titolo nel giorno della raccolta degli ordini di sottoscrizione fino a chiusura della stessa.

Qualora, per qualsiasi evento o causa, i parametri assunti dovessero anche solo parzialmente variare, la valutazione potrebbe condurre a risultati differenti da quanto determinato dagli Amministratori alla data di approvazione dell'operazione.

7. 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 i criteri adottati dagli Amministratori, anche sulla base delle indicazioni del loro Consulente, per la determinazione del prezzo di emissione delle azioni ai fini della proposta di aumento del capitale sociale con esclusione del diritto di opzione ai sensi dell'art. 2441, sesto comma del Codice Civile, siano adeguati, in quanto nella circostanza ragionevoli e non arbitrari, ed esprimiamo parere favorevole sulla congruità del prezzo di emissione delle azioni, fissato in Euro 12,675878 per azione.

Milano, 11 aprile 2007

Reconta Ernst & Young S.p.A.


Alberto Romeo
(Socio)