RISANAMENTO S.P.A.

Sede in Milano, Via Bonfadini 148 - Capitale sociale sottoscritto Euro 197.951.784,08 i. v.

- Reg. Imprese di Milano e Codice Fiscale n. 01916341207 - P.I. n. 12823420158

DOCUMENTO INFORMATIVO RELATIVO AD UNA OPERAZIONE DI MAGGIORE RILEVANZA CONCERNETE UN FINANZIAMENTO SOCI EROGATO DA UNA PARTE CORRELATA DI RISANAMENTO S.P.A.

redatto ai sensi dell'articolo 5 del "Regolamento recante disposizioni in materia di operazioni con parti correlate" adottato con deliberazione Consob n. 17221 del 12 marzo 2010 e successivamente modificato con deliberazione Consob n. 17389 del 23 giugno 2010 relativo ad un'operazione realizzata da Risanamento S.p.A. con Intesa Sanpaolo S.p.A.

29 luglio 2022

Documento Informativo messo a disposizione del pubblico presso la sede legale di Risanamento S.p.A. (Via Bonfadini 148, Milano), sul sito internet di Risanamento S.p.A. (www.risanamentospa.com), nonché sul meccanismo di stoccaggio centralizzato autorizzato da Consob denominato "NIS-Storage" gestito da Bit Market Services Spa, consultabile all'indirizzo www.emarketstorage.com in data 3 agosto 2022.

INDICE

DEFINIZIONI 3

PREMESSA 4

1. AVVERTENZE 6

1.1 Rischi connessi ai potenziali conflitti di interesse derivanti dall'Operazione con Parti Correlate 6

2. INFORMAZIONI RELATIVE ALL'OPERAZIONE CON PARTI CORRELATE 7

2.1 Caratteristiche, modalità, termini e condizioni dell'Operazione con Parti Correlate 7

2.2 Parti correlate coinvolte nell'Operazione con Parti Correlate, natura della correlazione e natura e portata degli interessi di tali parti nell'Operazione con Parti Correlate 7

2.3 Motivazioni economiche e convenienza dell'Operazione con Parti Correlate per la Società 8

2.4 Modalità di determinazione del corrispettivo dell'Operazione con Parti Correlate e valutazioni circa la sua congruità rispetto ai valori di mercato di operazioni similari 8

2.5 Effetti economici, patrimoniali, finanziari e indice di rilevanza dell'Operazione con Parti Correlate 9

2.6 Incidenza dell'Operazione con Parti Correlate sui compensi dei componenti dell'organo di amministrazione della Società e/o di società da questa controllate 9

2.7 Nel caso di operazioni ove le parti correlate coinvolte siano i componenti degli organi di amministrazione e controllo, direttori generali e dirigenti dell'emittente, informazioni relative agli strumenti finanziari dell'emittente medesimo detenuti dai soggetti sopra individuati e agli interessi di questi ultimi in operazioni straordinarie, previste dai paragrafi 12.2 e 15.2 dell'allegato I al Regolamento delegato UE 980/2019. 9

2.8 *Iter* di approvazione dell'Operazione con Parti Correlate 9

2.9 Se la rilevanza dell'Operazione con Parti Correlate deriva dal cumulo, ai sensi dell'art. 5, comma 2, di più operazioni compiute nel corso dell'esercizio con una stessa parte correlata, o con soggetti correlati sia a quest'ultima sia alla società, le informazioni indicate nei precedenti punti devono essere fornite con riferimento a tutte le predette operazioni 10

DEFINIZIONI

Si riporta di seguito un elenco dei principali termini impiegati all'interno del presente Documento Informativo. Ove il contesto lo richieda, i termini definiti al singolare mantengono il medesimo significato anche al plurale e viceversa.

Consiglio di Amministrazione	Il Consiglio di Amministrazione di Risanamento.
Comitato Parti Correlate o **Comitato**	Il Comitato Parti Correlate di Risanamento.
Consob	La Commissione Nazionale per le Società e la Borsa con sede in Roma, Via G.B. Martini n. 3.
Data del Documento Informativo	La data di pubblicazione del presente documento informativo.
Documento Informativo	Il presente documento informativo.
MSG	Milano Santa Giulia S.p.A., il cui capitale sociale è interamente detenuto da Risanamento.
Operazione con Parti Correlate	L'operazione oggetto del Documento Informativo.
Procedura o **Procedura Parti Correlate**	La Procedura per le Operazioni con Parti Correlate adottata dalla Società e in vigore alla Data del Documento Informativo.
Regolamento Consob	Il Regolamento recante disposizioni in materia di operazioni con parti correlate, adottato da Consob con delibera n. 17221 del 12 marzo 2010, come successivamente modificato e integrato e in vigore alla Data del Documento Informativo.
Risanamento o la Società o l'Emittente	Risanamento S.p.A., con sede legale in Milano, Via Bonfadini 148, capitale sociale sottoscritto e versato di Euro 197.951.784,08 i. v., suddiviso in n. 1.800.844.234 azioni ordinarie prive di indicazione del valore nominale, codice fiscale e numero di iscrizione al Registro delle Imprese di Milano n. 01916341207, P. IVA 12823420158.

PREMESSA

Il presente documento informativo (il "**Documento Informativo**") è stato predisposto da Risanamento S.p.A. ("**Risanamento**" o l'"**Emittente**" o la "**Società**"), ai sensi dell'articolo 5 e in conformità allo schema di cui all'Allegato 4 del "Regolamento recante disposizioni in materia di operazioni con parti correlate", adottato con deliberazione Consob n. 17221 del 12 marzo 2010, come successivamente modificato (il "**Regolamento Consob**"), nonché ai sensi dell'articolo 14.2 e in conformità all'Allegato C delle "Procedure relative alle Operazioni con Parti Correlate di Risanamento S.p.A." adottate dalla Società il 25 novembre 2010 e da ultimo aggiornate il 10 giugno 2021 (la "**Procedura**" o la "**Procedura Parti Correlate**").

Il presente Documento Informativo è stato predisposto con riferimento a un finanziamento soci concesso in data 29 luglio 2022 da Intesa Sanpaolo S.p.A. ("**ISP**") a Risanamento per un importo massimo di euro 36 milioni (il "**Finanziamento Soci ISP**" o l'"**Operazione con Parti Correlate**"). L'Operazione con Parti Correlate è stata approvata dal Consiglio di Amministrazione della Società del 27 luglio 2022 (previo motivato parere favorevole del Comitato per le Operazioni con Parti Correlate della Società).

Come meglio specificato nel successivo paragrafo 2.2, il Comitato per le Operazioni con Parti Correlate e il Consiglio di Amministrazione della Società hanno ritenuto che la concessione del Finanziamento Soci ISP costituisse un'operazione tra parti correlate in ragione della circostanza che *(i)* alla data del presente Documento Informativo, ISP possiede direttamente una partecipazione pari a circa il 48,87% del capitale sociale di Risanamento e *(ii)* in occasione dell'assemblea del 19 aprile 2021, ha nominato la maggioranza dei componenti dell'organo amministrativo attualmente in carica dell'Emittente, circostanza quest'ultima che, unitamente alla partecipazione detenuta da ISP nel capitale di Risanamento, integra una fattispecie di "controllo" ai sensi della Procedura Parti Correlate.

L'Operazione con Parti Correlate si configura quale operazione tra parti correlate di "*maggiore rilevanza*" ai sensi di quanto prescritto dall'art. 8, comma 1, del Regolamento Consob e dell'art. 2 e dell'Allegato B della Procedura Parti Correlate, in quanto l'"*indice di rilevanza del controvalore*", identificato dall'Allegato 3 del Regolamento Consob, supera la soglia rilevante e applicabile del 5% e, in particolare, con riferimento all'importo massimo erogabile (al netto dei relativi interessi), è pari a 16,31%. Conseguentemente, Risanamento ha attivato i presidi e le misure previsti dal Regolamento Consob e dall'art. 8 della Procedura Parti Correlate relativamente alle operazioni con parti correlate di "*maggiore rilevanza*". Il relativo parere del Comitato per le Operazioni con Parti Correlate della Società è allegato al presente Documento Informativo come Allegato 1.

***

Al fine di fornire al mercato un quadro informativo esaustivo riguardante l'Operazione con Parti Correlate, si evidenzia quanto segue in merito al contesto nel quale tale Operazione con Parti Correlate viene realizzata.

Come già noto al mercato:

a) in data 1° novembre 2017, Risanamento, le sue controllate Milano Santa Giulia S.p.A. ("**MSG**") e MSG Residenze S.r.l. (successivamente fusa per incorporazione in MSG), Lendlease MSG North S.r.l. ("**Lendlease**") e Lendlease Europe Holdings Limited hanno sottoscritto un accordo vincolante denominato Project Development Agreement ("**PDA**") avente ad oggetto lo sviluppo in partnership dei c.d. Lotti Nord, aree costituenti la maggior parte del progetto Milano Santa Giulia;

b) in data 11 luglio 2018, Risanamento e le sue controllate MSG, MSG Residenze e Ri. Rental S.r.l., da una parte, e Intesa Sanpaolo S.p.A. ("**ISP**"), Unicredit S.p.A. ("**Unicredit**"), Banco BPM S.p.A., Banca Popolare di Milano S.p.A., Banca Monte dei Paschi di Siena S.p.A. ("**MPS**") e Banco di Napoli S.p.A. (congiunta-mente, le "**Banche Finanziatrici**"), dall'altra, hanno sottoscritto un accordo denominato "Accordo di moratoria e concessione del finanziamento corporate" (l'"**Accordo di Moratoria**"), ai sensi del quale, *inter alia*, la Banche Finanziatrici hanno concesso, ai termini e alle condizioni ivi previste, una moratoria fino al 31 marzo 2023 in relazione all'indebitamento finanziario in essere al 31 marzo 2018 delle società del gruppo Risanamento firmatarie dell'Accordo di Moratoria;

c) in data 20 luglio 2018, mediante la sottoscrizione di un documento denominato "Comfort Letter", le Banche Finanziatrici si sono dichiarate disponibili a valutare positivamente la concessione a MSG ovvero ad una newco ad essa riconducibile delle risorse necessarie alla realizzazione delle opere di

bonifica e di infrastrutture di competenza della stessa relative ai c.d. Lotti Nord afferenti al progetto di sviluppo dell'area Milano Santa Giulia, una volta intervenuta, *inter alia*, l'approvazione della variante e del piano di bonifica da parte dei competenti enti amministrativi;

d) in data 24 giugno 2019, il Comitato Olimpico Internazionale ha assegnato l'organizzazione delle Olimpiadi e Paralimpiadi Invernali 2026 (le "**Olimpiadi 2026**") alle Città di Milano e Cortina, prevedendo la realizzazione a Milano, in zona Santa Giulia - Rogoredo, di un'arena polifunzionale, denominata Pala Italia Santa Giulia, da costruire all'interno del più ampio progetto di rigenerazione urbana denominato Programma Integrato di Intervento "Montecity-Rogoredo" e destinata ad ospitare alcune manifestazioni sportive e cerimonie in occasione delle Olimpiadi 2026 (l'"**Arena**");

e) in data 16 febbraio 2021, Regione Lombardia, Comune di Milano, Città Metropolitana di Milano e MSG hanno sottoscritto un accordo per la realizzazione del c.d. Pala Italia Santa Giulia, volto a garantire la più celere realizzazione dell'Arena e delle infrastrutture connesse, con le modalità ed entro i tempi necessari per consentire lo svolgimento degli eventi olimpici come da cronoprogramma condiviso tra le parti;

f) all'esito di un complesso *iter* amministrativo: (i) in data 17 maggio 2021, la Regione Lombardia e il Comune di Milano hanno sottoscritto l'atto integrativo dell'accordo di programma per l'attuazione del Programma Integrato di Intervento, finalizzato alla riqualificazione dell'ambito industriale dismesso "Montecity-Rogoredo", con l'adesione di MSG ed Esselunga S.p.A. (l'"**Atto Integrativo**"); e (ii) con D.P.G.R. 8 giugno 2021, n. 777 (pubblicato in data 17 giugno 2021 sul BURL - Bollettino Ufficiale Regione Lombardia), l'Atto Integrativo è stato definitivamente approvato, determinando effetti di Variante urbanistica alla strumentazione generale del Comune di Milano;

g) in seguito a una gara d'appalto internazionale, in data 23 giugno 2021 Risanamento, attraverso la propria controllata MSG, ha affidato all'ATI SUEZ-SEMP la bonifica ambientale dell'area Milano Santa Giulia, per un corrispettivo pari a più di 80 milioni di euro, dei quali circa 64 milioni di euro relativi alle attività di bonifica e circa 18 milioni di euro relativi alle attività di c.d. "riempimento";

h) nel mese di febbraio 2022, ISP ha fornito a Risanamento indicazioni formali positive in relazione al necessario supporto finanziario da effettuarsi in qualità di socio e nelle forme da definire rispetto ai fabbisogni finanziari evidenziati nelle previsioni di cassa predisposte da Risanamento; e

i) in data 16 giugno 2022, in esecuzione di quanto previsto dall'Atto Integrativo, il Comune di Milano, MSG ed Esselunga S.p.A. hanno stipulato, per atto notarile, la Convenzione modificativa e integrativa della Convenzione Originaria (la "**Convenzione di Variante**").

In tale contesto, nel corso del semestre precedente alla data del Documento Informativo, a seguito dell'oggettiva necessità di rimodulare in maniera significativa il progetto di sviluppo, anche in ragione dei predetti eventi olimpici, sono state condotte articolate discussioni con Lendlease e le Banche Finanziatrici rispettivamente in merito a: *(i)* la revisione dei termini e condizioni del PDA; *(ii)* la concessione del finanziamento delle opere di bonifiche e delle opere infrastrutturali, ivi incluso il rilascio delle controgaranzie necessarie all'ottenimento del nuovo pacchetto fideiussorio della Convenzione di Variante. Più in particolare, è in corso di avanzata negoziazione una complessa operazione che - nell'ambito di un piano che assicuri l'equilibrio economico finanziario del Gruppo Risanamento - è volta a consentire, *inter alia*, l'ottenimento da parte del Gruppo Risanamento delle risorse finanziarie necessarie per adempiere ai propri impegni assunti con le autorità pubbliche e terze parti in relazione al completamento sia dell'attività di bonifica dell'area sia della realizzazione delle opere olimpiche di cui alla Convenzione di Variante (l'"**Operazione**").

Nel contesto delle predette discussioni, in data 29 luglio 2022 Risanamento ha sottoscritto con ISP il contratto di Finanziamento Soci ISP al fine di ottenere le risorse finanziarie necessarie per coprire il fabbisogno a breve del Gruppo Risanamento.

1. AVVERTENZE

1.1 Rischi connessi ai potenziali conflitti di interesse derivanti dall'Operazione con Parti Correlate

L'Operazione con Parti Correlate descritta nel presente Documento Informativo si configura come operazione con parti correlate in quanto conclusa con Intesa Sanpaolo S.p.A. ("**ISP**"), che, alla data del Documento Informativo, possiede direttamente una partecipazione pari a circa il 48,87% del capitale sociale di Risanamento e, in occasione dell'assemblea del 19 aprile 2021, ha nominato la maggioranza dei componenti dell'organo amministrativo attualmente in carica dell'Emittente, circostanza quest'ultima che, unitamente alla partecipazione detenuta da ISP nel capitale di Risanamento, integra una fattispecie di "controllo" ai sensi della Procedura Parti Correlate.

L'Operazione con Parti Correlate comporta, quindi, un potenziale rischio di conflitto di interessi principalmente con riguardo alla convenienza delle operazioni per l'Emittente e alla congruità e correttezza sostanziale delle relative condizioni.

2. INFORMAZIONI RELATIVE ALL'OPERAZIONE CON PARTI CORRELATE

2.1 Caratteristiche, modalità, termini e condizioni dell'Operazione con Parti Correlate

Risanamento otterrà le risorse finanziarie necessarie per coprire il fabbisogno a breve del Gruppo Risanamento, mediante il Finanziamento Soci ISP.

Il Finanziamento Soci ISP prevede la concessione a Risanamento da parte di ISP di un finanziamento soci alle seguenti condizioni:

Termini e condizioni del finanziamento soci	
Importo del finanziamento	Massimi Euro 36 milioni.
Modalità e tempistiche del finanziamento	Il finanziamento verrà erogato in più *tranche*.
Condizioni del finanziamento	Il finanziamento è produttivo di interessi nella misura fissa del 7,20% annuo.
Condizioni per il rimborso	La somma capitale dovrà essere restituita a ISP in un'unica soluzione.
Pagamento degli interessi	Gli interessi maturati saranno pagati alla scadenza di ciascun periodo di interessi, ferma restando la facoltà di Risanamento di chiedere il posticipo di detto pagamento a fronte della maturazione di una commissione di posticipo dovuta al rimborso del finanziamento[1].
Controvalore complessivo dell'Operazione con parti correlate	Il controvalore dell'operazione è pari a massimi Euro 36 milioni, oltre agli interessi che matureranno in base all'utilizzo e alla durata.
Termine per il rimborso	Il rimborso dovrà avvenire entro il 31 dicembre 2024.
Vincolo di subordinazione	Il rimborso degli utilizzi, unitamente agli interessi calcolati e alle commissioni eventualmente dovute, da parte di Risanamento è integralmente subordinato e postergato alle ragioni di credito delle Banche Finanziatrici relative all'indebitamento finanziario oggetto dell'Accordo di Moratoria.

2.2 Parti correlate coinvolte nell'Operazione con Parti Correlate, natura della correlazione e natura e portata degli interessi di tali parti nell'Operazione con Parti Correlate

L'Operazione con Parti Correlate di cui al presente Documento Informativo costituisce operazione con parti correlate, ai sensi del Regolamento Consob e della Procedura Parti Correlate, in quanto ISP, alla data del Documento Informativo, possiede direttamente una partecipazione pari a circa il 48,87% del capitale sociale di Risanamento e, in occasione dell'assemblea del 19 aprile 2021, ha nominato la maggioranza dei componenti dell'organo amministrativo attualmente in carica dell'Emittente, circostanza quest'ultima che, unitamente alla partecipazione detenuta da ISP nel capitale di Risanamento, integra una fattispecie di "controllo" ai sensi della Procedura Parti Correlate.

L'Operazione con Parti Correlate si configura quale operazione tra parti correlate di "*maggiore rilevanza*" ai sensi di quanto prescritto dall'art. 8, comma 1, del Regolamento Consob e dell'art. 2 e dell'Allegato B della Procedura Parti Correlate, in quanto l'"*indice di rilevanza del controvalore*", identificato dall'Allegato 3 del Regolamento Consob, supera la soglia rilevante e applicabile del 5% e, in particolare, con riferimento all'importo massimo erogabile (al netto dei relativi interessi), è pari a 16,31%.

Conseguentemente, Risanamento ha attivato i presidi e le misure previsti dal Regolamento Consob e dall'art. 8 della Procedura Parti Correlate relativamente alle operazioni con parti correlate di "*maggiore rilevanza*".

[1] La commissione di posticipo è pari (i) ad euro 125 mila per gli interessi con scadenza al 31 dicembre 2022, e (ii) ad euro 250 mila per gli interessi con scadenza al 31 dicembre 2023.

2.3 Motivazioni economiche e convenienza dell'Operazione con Parti Correlate per la Società

L'Operazione con Parti Correlate è finalizzata all'ottenimento da parte della Società delle risorse finanziarie necessarie per coprire il fabbisogno a breve del Gruppo Risanamento, mediante l'erogazione del Finanziamento Soci ISP. L'importo erogato ai sensi del Finanziamento Soci ISP sarà destinato dalla Società e dalle sue società controllate agli impegni di spesa derivanti, *inter alia*, dalla Convenzione di Variante e dal proseguimento delle attività di bonifica. Risanamento ha altresì interesse all'ottenimento delle risorse finanziarie previste, anche ai fini della continuità aziendale, in ragione delle disponibilità di cassa attuali e degli impegni di spesa.

2.4 Modalità di determinazione del corrispettivo dell'Operazione con Parti Correlate e valutazioni circa la sua congruità rispetto ai valori di mercato di operazioni similari

Anche in conformità alla Procedura Parti Correlate, le valutazioni circa la correttezza sostanziale e procedurale dell'Operazione con Parti Correlate sono state svolte dal Consiglio di Amministrazione di Risanamento, anche con il supporto del Collegio Sindacale di Risanamento, e previo motivato parere favorevole del Comitato Parti Correlate.

A tal fine, Risanamento ha, tra l'altro, conferito incarico all'esperto indipendente di primario standing professor Mario Massari per la redazione di una *fairness opinion* in merito alla congruità rispetto alle condizioni di mercato dei termini e delle condizioni finanziarie del Finanziamento Soci ISP, a beneficio del consiglio di amministrazione della Società nonché del Comitato ai sensi dell'art. 6.3.3 della Procedura Parti Correlate.

Il conferimento dell'incarico all'esperto Prof. Mario Massari, dottore commercialista e revisore dei conti di comprovata professionalità nonché Professore ordinario di Finanza aziendale presso l'Università Bocconi, è stato deliberato all'unanimità, e quindi con il voto favorevole anche degli Amministratori componenti il Comitato, tenuto conto, da un lato, del possesso di specifici e qualificati skills professionali dell'esperto in materia di valutazioni economiche, dall'altro, dell' attuale assenza di relazioni dirette o indirette di quest'ultimo con Risanamento e/o con le società appartenenti al Gruppo Risanamento ovvero con i loro amministratori e dell'assenza, quindi, di conflitti di interesse.

L'esperto indipendente ha predisposto la propria *opinion* in data 26 luglio 2022. Al riguardo si rinvia agli elementi essenziali di tale *opinion* allegata integralmente al presente Documento Informativo *sub* Allegato 2.

I termini e le condizioni dell'Operazione con Parti Correlate sono quindi stati esaminati dal Consiglio di Amministrazione di Risanamento - organo competente a deliberare l'approvazione delle OPC di Maggiore Rilevanza - anche con il supporto del Collegio Sindacale di Risanamento e tenuto conto tra l'altro delle risultanze dell'*opinion* dell'esperto indipendente e del motivato parere favorevole espresso dal Comitato Parti Correlate al fine di valutare l'interesse della Società al compimento dell'Operazione con Parti Correlate stessa (come già sopra indicato al punto 2.3) nonché la convenienza e la correttezza sostanziale delle relative condizioni; da tali valutazioni sono emerse le seguenti ulteriori considerazioni in relazione all'Operazione con Parti Correlate:

- il Finanziamento Soci ISP consente al Gruppo di ottenere in tempi rapidi le risorse finanziarie necessarie a coprire il proprio fabbisogno a breve, mentre l'eventuale ricorso al mercato avrebbe comportato tempistiche più lunghe per la valutazione del finanziamento non coerenti con le esigenze di breve periodo L'importo erogato ai sensi del Finanziamento Soci ISP sarà destinato dalla Società e dalle sue società controllate agli impegni di spesa derivanti, *inter alia*, dalla Convenzione di Variante e dal proseguimento delle attività di bonifica;
- circa la correttezza sostanziale dell'Operazione con Parti Correlate il Finanziamento Soci ISP prevede: l'assenza di garanzie; la possibilità di trasformazione in strumento di equity, in base alle circostanze; il rimborso in un'unica soluzione ed il subordinamento alle ragioni di credito delle Banche Finanziatrici;
- circa la congruità dell'Operazione con Parti Correlate rispetto ai valori di mercato di operazioni similari, il tasso fisso del 7,20% rientra nell'intervallo di valori compreso tra 5,89% e 7,43% ritenuto congruo dall'esperto indipendente nel parere, come sopra allegato, cui si rimanda.

2.5 Effetti economici, patrimoniali, finanziari e indice di rilevanza dell'Operazione con Parti Correlate

Come più sopra menzionato, l'Operazione con Parti Correlate si configura quale operazione di "maggiore rilevanza" tra parti correlate ai sensi di quanto prescritto dall'art. 8, comma 1, del Regolamento Consob e 8 della Procedura Parti Correlate in quanto l'"*indice di rilevanza del controvalore*" (così come definito nell'Allegato 3 del Regolamento Consob) risulta superiore alla soglia del 5% e, in particolare, con riferimento all'importo massimo erogabile (al netto dei relativi interessi), è pari a 16,31%. Più precisamente il controvalore dell'Operazione è rappresentato dall'importo massimo erogabile del Finanziamento Soci ISP (pari ad Euro 36 milioni), oltre ai relativi interessi. Il rapporto tra tale valore e la capitalizzazione della Società (essendo quest'ultima superiore al valore del patrimonio netto consolidato) rilevata alla chiusura dell'ultimo giorno di mercato aperto compreso nel periodo di riferimento del più recente documento contabile periodico pubblicato (in tale caso il Resoconto Intermedio di Gestione al 31 marzo 2022 approvato in data 3 maggio 2022, rispetto al quale il valore della capitalizzazione del titolo Risanamento era pari ad euro 220.783.503), supera la soglia del 5%.

Gli effetti patrimoniali e finanziari dell'Operazione con Parti Correlate consistono in un incremento delle disponibilità liquide per un importo complessivo di massimi euro 36 milioni all'esito dell'erogazione del Finanziamento Soci ISP nel suo complesso a fronte di un debito finanziario verso soci di pari importo che verrà evidenziato nella posizione finanziaria netta della Società.

Sotto il profilo economico il finanziamento genererà oneri finanziari che matureranno in base all'utilizzo ed alla durata dello stesso e che andranno a riflettersi sul risultato di esercizio in base al criterio di competenza e, conseguentemente, sul patrimonio netto.

2.6 Incidenza dell'Operazione con Parti Correlate sui compensi dei componenti dell'organo di amministrazione della Società e/o di società da questa controllate

Non sono previste variazioni nei compensi dei componenti dell'organo di amministrazione della Società e/o delle società da questa controllate in conseguenza dell'Operazione con Parti Correlate.

2.7 Nel caso di operazioni ove le parti correlate coinvolte siano i componenti degli organi di amministrazione e controllo, direttori generali e dirigenti dell'emittente, informazioni relative agli strumenti finanziari dell'emittente medesimo detenuti dai soggetti sopra individuati e agli interessi di questi ultimi in operazioni straordinarie, previste dai paragrafi 12.2 e 15.2 dell'allegato I al Regolamento delegato UE 980/2019.

L'Operazione con Parti Correlate non coinvolge componenti degli organi di amministrazione e di controllo, direttori generali e dirigenti di Risanamento.

2.8 *Iter* di approvazione dell'Operazione con Parti Correlate

Come illustrato nei precedenti paragrafi del presente Documento Informativo, l'Operazione con Parti Correlate si configura quale operazione con parti correlate di "*maggiore rilevanza*" ed è, pertanto, stata sottoposta all'*iter* di approvazione prescritto dell'art. 8 della Procedura nel rispetto del Regolamento Consob.

In particolare, ai sensi della Procedura Parti Correlate, il Comitato Parti Correlate è stato tempestivamente coinvolto nella fase istruttoria dell'operazione ed informato sull'andamento delle trattative , ricevendo, in sede consiliare, un flusso informativo e documentale via via aggiornato.

l'Operazione con Parti Correlate è stata da ultimo esaminata dal Comitato Parti Correlate riunitosi in data 27 luglio 2022 il quale, sulla base delle informazioni e della documentazione ad esso fornita, tra cui l'*opinion* dell'esperto indipendente e la bozza del contratto di Finanziamento Soci ISP, ha espresso, all'unanimità, il proprio motivato parere favorevole (qui allegato *sub* Allegato 1). In tale parere, in particolare, il Comitato Parti Correlate ha rilevato la sussistenza dell'interesse sociale al compimento della medesima, nonché la convenienza e la correttezza sostanziale delle relative condizioni.

L'Operazione con Parti Correlate, in data 27 luglio 2022, è stata quindi sottoposta all'esame e approvazione da parte del Consiglio di Amministrazione, il quale dopo attenta disamina e dopo aver svolto le proprie valutazioni (per cui si rinvia ai precedenti Paragrafi 2.3 e 2.4), preso atto del motivato parere favorevole espresso dal Comitato Parti Correlate, ha deliberato di approvare l'Operazione con Parti Correlate.

Alla riunione consiliare del 27 luglio 2022 erano presenti quattro (su cinque) componenti del Consiglio di Amministrazione. La delibera consiliare è stata assunta con il voto favorevole di tutti i Consiglieri presenti e votanti

Sia in occasione della riunione del Comitato Parti Correlate che durante le sedute consiliari sono state descritte le caratteristiche e i termini dell'Operazione con Parti Correlate, nonché sono stati forniti specifici chiarimenti in merito (i) allo *status* delle negoziazioni relative alla più complessa Operazione in corso di negoziazione e (ii) alle motivazioni strategiche, industriali e finanziarie dell'Operazione con Parti Correlate.

In data 29 luglio 2022 la Società e ISP hanno formalizzato la sottoscrizione del Finanziamento Soci ISP.

2.9 Se la rilevanza dell'Operazione con Parti Correlate deriva dal cumulo, ai sensi dell'art. 5, comma 2, di più operazioni compiute nel corso dell'esercizio con una stessa parte correlata, o con soggetti correlati sia a quest'ultima sia alla società, le informazioni indicate nei precedenti punti devono essere fornite con riferimento a tutte le predette operazioni

La fattispecie indicata non è applicabile all'Operazione con Parti Correlate.

** ** **

Elenco allegati:

Allegato 1: Parere favorevole del Comitato Parti Correlate

Allegato 2: Opinion dell'esperto indipendente

Milano, 3 agosto 2022

Risanamento S.p.A.

PARERE DEL COMITATO PER LE OPERAZIONI CON PARTI CORRELATE

PREMESSA

Ai sensi della Procedura per le Operazioni con Parti Correlate di Risanamento S.p.A. (di seguito anche "Risanamento" o la "Società"), adottata dal Consiglio di Amministrazione della Società in data 25 novembre 2010 e da ultimo modificata in data 10 giugno 2021 (di seguito la "Procedura OPC"), il Comitato per le Operazioni con Parti Correlate di Risanamento (di seguito "Comitato OPC") rende il proprio parere sulla prospettata operazione con parti correlate descritta nel successivo paragrafo 1.

1. DESCRIZIONE DELL'OPERAZIONE

L'operazione sottoposta all'esame del Comitato OPC consiste della prospettata stipula di un contratto avente ad oggetto il finanziamento soci oneroso e subordinato da parte di Intesa San Paolo S.p.A. (di seguito "ISP") a favore di Risanamento (l'"Operazione") alle seguenti condizioni:

Termini e condizioni del finanziamento soci	
Importo del finanziamento	Massimi Euro 36 milioni
Modalità e tempistiche del finanziamento	Il finanziamento verrà erogato in più tranche;
Condizioni del finanziamento	Il finanziamento è produttivo di interessi nella misura fissa del 7,20% annuo.
Condizioni per il rimborso	La somma capitale dovrà essere restituita a ISP in un'unica soluzione.
Pagamento degli interessi	Gli interessi maturati saranno pagati alla scadenza di ciascun periodo di interessi, ferma restando la facoltà di Risanamento di chiedere il posticipo di detto pagamento a fronte della maturazione di una commissione[1] di posticipo dovuta al rimborso del finanziamento.
Controvalore complessivo dell'Operazione con parti correlate	Il controvalore dell'Operazione è pari a massimi euro 36 milioni oltre agli interessi che matureranno in base all'utilizzo e alla durata.
Termine per il rimborso	Il rimborso dovrà avvenire entro il 31 dicembre 2024
Vincolo di subordinazione	Il rimborso degli utilizzi, unitamente agli interessi calcolati e alle commissioni eventualmente dovute, da parte di Risanamento è integralmente subordinato e postergato alle ragioni di credito delle Banche Finanziatrici relative all'indebitamento finanziario oggetto dell'Accordo di Moratoria sottoscritto il giorno 11 luglio 2018.

L'Operazione si colloca in un più ampio scenario nell'ambito del quale sono in corso articolate discussioni tra Risanamento, le Banche Finanziatrici del Gruppo Risanamento ed il Gruppo Lendlease in merito a:

(i) la revisione dei termini e condizioni del Project Development Agreement ("PDA") sottoscritto in data 1° novembre 2017 tra il Gruppo Risanamento ed il Gruppo Lendlease avente ad oggetto lo sviluppo in partnership dei c.d. Lotti Nord, aree costituenti la maggior parte del progetto Milano

[1] La commissione di posticipo è pari (i) ad euro 125 mila per gli interessi con scadenza al 31 dicembre 2022, e (ii) ad euro 250 mila per gli interessi con scadenza al 31 dicembre 2023

Santa Giulia, in relazione al quale in data 16 giugno 2022 è stata sottoscritta con il Comune di Milano la relativa convenzione attuativa (di seguito la "Convenzione di Variante");

(ii) la concessione del finanziamento delle opere di bonifiche e delle opere infrastrutturali e per il rilascio delle controgaranzie necessarie all'ottenimento del nuovo pacchetto fideiussorio della Convenzione di Variante.

Più in particolare, è in corso di avanzata negoziazione una complessa operazione volta a consentire - nell'ambito di un piano che assicuri l'equilibrio economico finanziario del Gruppo Risanamento - inter alia:

- l'ottenimento da parte di Risanamento delle risorse finanziarie necessarie per coprire il fabbisogno a breve del Gruppo Risanamento, ciò mediante l'Operazione; e
- l'ottenimento da parte del Gruppo Risanamento delle risorse finanziarie necessarie per adempiere ai propri impegni assunti con le autorità pubbliche e terze parti in relazione al completamento sia dell'attività di bonifica dell'area sia della realizzazione delle opere olimpiche di cui alla Convenzione di Variante del Progetto Milano Santa Giulia.

2. OGGETTO DEL PARERE

Il parere ha ad oggetto l'analisi dell'interesse della Società al compimento dell'Operazione, la convenienza e la correttezza sostanziale delle relative condizioni applicate.

La finalità del presente parere, che assolve alle funzioni previste dalla Procedura OPC, è di fornire al Consiglio di Amministrazione un supporto alla valutazione che gli amministratori dovranno compiere in piena autonomia in merito all'Operazione.

3. QUALIFICAZIONE DELL'OPERAZIONE

Con riferimento al rapporto di correlazione il Comitato OPC evidenzia che ISP possiede direttamente una partecipazione pari al 48,87% del capitale sociale di Risanamento e, in occasione dell'assemblea del 19 aprile 2021, ha nominato la maggioranza dei componenti dell'organo amministrativo attualmente in carica dell'Emittente, circostanza quest'ultima che, unitamente alla partecipazione detenuta da ISP nel capitale di Risanamento, integra una fattispecie di "controllo" ai sensi della Procedura Parti Correlate.

Sulla base delle valutazioni condotte dal Comitato OPC l'Operazione si qualifica come "Operazione di Maggiore Rilevanza" ai sensi della Procedura OPC.

Infatti, l'indice di rilevanza del controvalore dell'Operazione[2] supera la soglia del 5% individuata nell'allegato 3 del Regolamento Consob 17221/2010, e, con riferimento all'importo massimo erogabile (al netto dei relativi interessi) è pari a 16,31%.

4. INFORMAZIONI E DOCUMENTAZIONE ANALIZZATA

Sono stati oggetto di analisi le informazioni e i dati disponibili con riferimento all'Operazione, e, in particolare:

- le bozze contrattuali relative al finanziamento soci;

2 Indice di rilevanza del controvalore: è il rapporto tra il controvalore dell'operazione (per le operazioni di finanziamento l'importo massimo erogabile) e il patrimonio netto tratto dal più recente stato patrimoniale pubblicato (consolidato, se redatto) ovvero, se maggiore, la capitalizzazione della Società rilevata alla chiusura dell'ultimo giorno di mercato aperto compreso nel periodo di riferimento del più recente documento contabile periodico pubblicato (relazione finanziaria annuale o semestrale o resoconto intermedio di gestione).

- Il Parere *sulle condizioni economiche dello strumento di supporto finanziario per la copertura del fabbisogno finanziario a breve del Gruppo Risanamento* reso in data 26 luglio 2022 in favore della Società dall'esperto indipendente Prof. Mario Massari (di seguito "Esperto Indipendente");
- Il costante flusso informativo anche sullo status delle negoziazioni relative alla più complessa operazione in corso di negoziazione.

5. INTERESSE DELLA SOCIETA' AL COMPIMENTO DELL'OPERAZIONE

In merito all'interesse della Società al compimento dell'Operazione, il Comitato OPC osserva che:

- Risanamento ha un evidente interesse nell'ottenere le risorse finanziarie necessarie per coprire il fabbisogno a breve del Gruppo Risanamento, mediante l'erogazione del finanziamento soci, che sarà destinato dalla Società e dalle sue società controllate agli impegni di spesa derivanti, inter alia, dalla Convenzione di Variante e dal proseguimento delle attività di bonifica, di modo da assolvere gli impegni assunti con le autorità pubbliche e terze parti ed al fine di evitare le sanzioni contrattualmente previste in caso di mancato adempimento;
- Risanamento ha interesse all'ottenimento delle risorse finanziarie previste, anche ai fini della continuità aziendale, in ragione delle disponibilità di cassa attuali e degli impegni di spesa.

6. CONVENIENZA E CORRETTEZZA SOSTANZIALE

In merito alla convenienza ed alla correttezza sostanziale delle relative condizioni applicate, il Comitato ritiene, anche sulla base delle conclusioni assunte dall'Esperto Indipendente nel proprio parere, che:

- Il finanziamento oggetto di valutazione è l'unica alternativa attualmente prospettata per poter ottenere in tempi rapidi le risorse finanziarie necessarie. È prevista infatti la possibilità di richiedere l'erogazione della prima tranche nel corrente mese di luglio. Peraltro, già nel mese di febbraio 2022 ISP aveva fornito a Risanamento indicazioni formali positive in relazione alla disponibilità al supporto finanziario da effettuarsi in qualità di socio e nelle forme da definire rispetto ai fabbisogni finanziari evidenziati nelle previsioni di cassa predisposte da Risanamento. Un eventuale ricorso al mercato assoggetterebbe Risanamento ed il Gruppo alle necessarie tempistiche di valutazione in merito al finanziamento;
- Il tasso fisso di interesse applicato, pari al 7,2%, rientra nell'intervallo di congruità indicato dall'Esperto Indipendente;
- vanno altresì considerate le caratteristiche del predetto finanziamento: non sono infatti previste garanzie e vi è la possibilità di trasformazione in strumento di equity, in base alle circostanze. Inoltre, si prevede il rimborso in un'unica soluzione ed il subordinamento alle ragioni di credito delle Banche Finanziatrici;
- occorre ancora considerare che la valutazione delle attuali condizioni di mercato espresse dal Prof. Massari, che si condivide, rappresenta uno scenario teorico. L'effettiva valutazione in ordine alle possibili alternative finanziarie nonché ai relativi tassi di interesse, discende dalle valutazioni proprie di ciascun possibile investitore rispetto al profilo di rischio della società oggetto di investimento;
- la valutazione in ordine alla convenienza e correttezza è stata analizzata anche in considerazione della più ampia operazione prospettata.

7. CONCLUSIONI

Sulla base delle precedenti considerazioni, il Comitato OPC:

- ritenuto l'interesse della Società a realizzare l'Operazione,
- preso atto delle conclusioni riportate nel parere dell'Esperto Indipendente,

esprime all'unanimità

parere favorevole circa la sussistenza di un interesse della società al compimento dell'Operazione, ritenendo congrue le condizioni applicate rispetto alle attuali condizioni di mercato come espresse nelle conclusioni del parere dell'Esperto Indipendente in relazione alla correttezza sostanziale delle condizioni applicate da ISP.

Milano, 27 luglio 2022

Firmato Dott. Franco Carlo Papa, Presidente

Firmato Dott.ssa Antonia Maria Negri Clementi

Firmato Dott.ssa Giulia Pusterla

PROF. MARIO MASSARI
PROFESSORE ORDINARIO DI FINANZA AZIENDALE
NELL'UNIVERSITÀ COMMERCIALE LUIGI BOCCONI DI MILANO
DOTTORE COMMERCIALISTA E REVISORE CONTABILE

Parere sulle condizioni economiche dello strumento di supporto finanziario per la copertura del fabbisogno finanziario a breve del Gruppo Risanamento

Milano, 26 luglio 2022

PIAZZA SANT'ERASMO 9, 20121 MILANO
C.F: MSSMRA51C10L682Y – P. IVA: 04198150155
TEL: +390263793409 - EMAIL: segreteria@studioprofessormassari.it

Indice

I. Premessa e oggetto dell'incarico. 3

A. Le operazioni all'origine e il quesito. 3

B. La base informativa utilizzata. 5

II. Le caratteristiche dell'operazione di finanziamento. 7

III. I risultati economico - finanziari di Risanamento. 10

IV. I tassi di interesse in operazioni di finanziamento. 14

V. La stima del tasso d'interesse per l'operazione di finanziamento. 17

A. Premessa. 17

B. La stima del tasso d'interesse. 18

I. Premessa e oggetto dell'incarico.

A. *Le operazioni all'origine e il quesito.*

1. Risanamento S.p.A. ("Risanamento" e, insieme alle società controllate, il "Gruppo Risanamento" o il "Gruppo") è una *property* e *development company* quotata in Borsa Italiana che ha quale attuale missione le attività di riqualificazione e di sviluppo dell'area metropolitana denominata "Santa Giulia" ed ubicata nella zona sud-est di Milano. L'attuale struttura patrimoniale-finanziaria del Gruppo è la risultante di un lungo processo di gestione dell'originario patrimonio immobiliare del Gruppo.

2. In data 1 novembre 2017 il Gruppo Risanamento ha sottoscritto con il gruppo multinazionale australiano Lendlease un accordo che riguarda lo sviluppo di tale area. L'operazione nella sua originaria formulazione consisteva in una *partnership* che si sostanziava in un piano industriale di sviluppo immobiliare ad uso residenziale e ad uso commerciale, da realizzarsi previa esecuzione del concordato progetto di bonifica dell'area.

3. Successivamente l'accordo originario è stato più volte modificato o integrato anche per fare fronte ai cambiamenti intervenuti nel contesto di riferimento. In base alle informazioni che ci sono state comunicate, sono allo studio nuovi possibili perfezionamenti degli accordi già avviati con Lendlease volti a:

   a) definire i termini e condizioni di un accordo sottoscritto dalle società del Gruppo Risanamento con società appartenenti al gruppo Lendlease; l'accordo sarà finalizzato a – *inter alia* - rendere

possibile la realizzazione delle infrastrutture e bonifiche sull'area di titolarità di Milano Santa Giulia S.p.A. ("MSG");

b) dare esecuzione allo sviluppo del progetto Milano S. Giulia di cui all'Atto Integrativo dell'Accordo di Programma e alla Convenzione Urbanistica firmata il 16/06/2022 e adempiere a tutte le obbligazioni ivi assunte da MSG.

4. Al fine di consentire a MSG/Risanamento di proseguire le opere di bonifica e le opere di infrastruttura nel rispetto degli impegni assunti nei confronti delle autorità pubbliche e di terze parti, ISP, su richiesta di Risanamento/MSG, si è resa disponibile a concedere un finanziamento al gruppo Risanamento nella forma di finanziamento soci fino a un massimo di Euro 36 milioni (il "Finanziamento Soci").

5. In tale contesto, il comitato parti correlate di Risanamento (d'ora innanzi il "Comitato") è chiamato ad esprimersi in ordine all'interesse della Società al compimento della sopraddetta operazione di finanziamento, oltre che alla convenienza e alla correttezza sostanziale delle relative condizioni applicate.

6. Tanto premesso, il Consiglio di Amministrazione, anche nell'interesse del Comitato, mi ha incaricato di redigere un parere (d'ora innanzi anche il "Parere") in merito alla congruità rispetto al mercato delle condizioni che potrebbero essere previste per tale finanziamento o per un diverso strumento.

7. Le analisi illustrate nel Parere si svolgeranno attraverso le fasi descritte di seguito:

    a. in primo luogo, si fornirà una breve disamina sull'andamento della gestione caratteristica del Gruppo, con i relativi riflessi sui

risultati economici e patrimoniali. Difatti, il presupposto fondamentale per definire il costo di una fonte di capitale è il rischio dell'operazione, che, nel caso di un finanziamento, è connesso alla probabilità che il soggetto finanziato risulti solvibile;

b. in secondo luogo, verranno esposte le considerazioni in merito ai presupposti teorici e metodologici per la stima del costo del debito;

c. infine, verranno rappresentati i risultati delle analisi condotte per la stima di un intervallo di costo ritenuto congruo per l'operazione di finanziamento.

B. La base informativa utilizzata.

8. Al fine della stesura del presente Parere si è fatto riferimento alla documentazione aziendale pubblica disponibile e sono stati esaminati alcuni documenti in corso di discussione e perfezionamento tra le parti che riguardano l'operazione di finanziamento e i suoi presupposti. In particolare, sono stati esaminati:

- Bilanci consolidati e separati di Risanamento al 31/12/2018, 31/12/2019, 31/12/2020, 31/12/2021.
- Relazione finanziaria trimestrale consolidata di Risanamento al 31/03/2021 e 31/03/2022.
- Bozza di contratto di finanziamento soci tra ISP e Risanamento.
- *Liquidity Plan* di Risanamento da luglio 2022 a luglio 2023.

9. Chi scrive ha inoltre esaminato ulteriore documentazione relativa a banche dati e a fonti pubblicamente disponibili (i.e. Bloomberg, Thomson Reuters, AIDA).

II. Le caratteristiche dell'operazione di finanziamento.

10. L'operazione di finanziamento, in base alle informazioni comunicatemi, ha le seguenti principali caratteristiche:

- l'operazione di finanziamento si inserisce nell'ambito di un più ampio programma in discussione e negoziazione volto, *inter alia*, alla revisione dei termini del *project development agreement* tra Risanamento/MSG e Lendlease e del relativo finanziamento del progetto. Essendo, come già detto, in divenire un confronto tra le parti (*i.e.* Lendlease, Risanamento, le Banche nella doppia qualità di principali creditrici e azioniste), lo strumento esaminato in questo parere si qualifica essenzialmente come uno strumento ponte il cui obiettivo è quello di garantire la copertura delle esigenze finanziarie del gruppo in attesa della definizione e formalizzazione del programma in discussione.

- in ogni caso, per ragioni di coerenza, è nostro avviso che lo strumento si qualifichi come finanziamento soci, configurazione che meglio rappresenta la sua effettiva natura;

- come già detto, l'uso di fondi erogati riguarda le coperture finanziarie dei fabbisogni riferibili agli interventi dei quali Risanamento si darà carico per la prosecuzione della propria missione così come rappresentati nel *Liquidity Plan* elaborato dal Gruppo e che sarà sottoposto al Consiglio di Amministrazione contestualmente al perfezionamento dell'operazione di finanziamento;

- in base alla documentazione provvisoria che è stata esaminata, il tasso di interesse previsto, in misura fissa, è pari a 7,2%. Gli interessi maturati, coerentemente con la prassi adottata in caso di finanziamenti con analoghe finalità, verranno cumulati alle somme da rimborsare in linea capitale;

- in base alla documentazione provvisoria che è stata esaminata, la scadenza del finanziamento è fissata al 31 dicembre 2024.

11. Come già detto, le caratteristiche dello strumento sintetizzate nel punto che precede di fatto sono coerenti, dal punto di vista funzionale, con l'attuale situazione del gruppo e con le possibili evoluzioni delle operazioni volte al realizzo dell'area di S. Giulia.

12. In considerazione dell'incertezza dei tempi di perfezionamento di tali operazioni, lo scrivente ritiene che la durata del finanziamento dovrebbe essere pari ad almeno 24 mesi e dunque coerente con la scadenza prospettata nella bozza di contratto esaminata.

13. Le altre condizioni contenute nella bozza di contratto che abbiamo avuto modo di esaminare risultano nel complesso allineate alla prassi di mercato di operazioni con caratteristiche simili. Ciò vale in particolare per la postergazione del rimborso del finanziamento soci rispetto all'indebitamento finanziario di Risanamento oggetto di accordo di moratoria nel 2018.

14. Il tema del costo del finanziamento sarà affrontato nel cap. V di questo Parere. Tale aspetto assume infatti per il Gruppo particolare rilievo, configurando il finanziamento soci un'operazione con parti correlate, che richiede quindi un attento esame sia sul piano della utilità economica (che nel caso in esame viene a coincidere con l'evidente

utilità di consentire al Gruppo di realizzare gli interventi di propria competenza nell'ambito della revisione dei termini del *project development agreement* tra Risanamento/MSG e Lendlease riguardo all'area S. Giulia), sia su quello dell'allineamento alle condizioni prevalenti di mercato.

III. I risultati economico - finanziari di Risanamento.

15. La tabelle che seguono riportano la situazione patrimoniale, riclassificata per pertinenza gestionale, e reddituale, separate e consolidate, di Risanamento S.p.A. negli esercizi 2018 - 2021 e al 31/03/2022[1].

Tabella 1 - Situazione patrimoniale di Risanamento, 31/2018 - 03/2022.

	Consolidato					Separato			
Stato patrimoniale (€k)	**12/2018**	**12/2019**	**12/2020**	**12/2021**	**03/2022**	**12/2018**	**12/2019**	**12/2020**	**12/2021**
Immobilizzazioni materiali	696.109	683.427	686.032	684.591	684.190	17.268	16.731	16.163	16.091
Immobilizzazioni immateriali	35	102	88	148	135	35	92	76	141
Immobilizzazioni finanziarie	22.001	32.022	25.034	1.649	1.578	822.550	580.352	522.951	543.471
Attivo fisso	**718.145**	**715.551**	**711.154**	**686.388**	**685.903**	**839.854**	**597.175**	**539.190**	**559.703**
Crediti commerciali	6.466	4.773	5.817	40.197	15.388	10.107	9.479	5.381	5.750
(Debiti commerciali)	(18.991)	(17.281)	(19.300)	(29.098)	(36.547)	(48.791)	(45.174)	(9.048)	(11.741)
Magazzino									
Altri crediti e (debiti) circolanti	(111.057)	(100.954)	(104.035)	(89.910)	(73.105)	(6.123)	(1.726)	(790)	(887)
Capitale circolante commerciale	**(123.582)**	**(113.462)**	**(117.518)**	**(78.811)**	**(94.264)**	**(44.806)**	**(37.422)**	**(4.457)**	**(6.877)**
Att. e (pas.) destinate alla vendita	(7.476)	-	-	-	-	-	-	-	-
Capitale investito netto	**587.087**	**602.089**	**593.636**	**607.577**	**591.639**	**795.048**	**559.754**	**534.734**	**552.826**
Debiti finanziari lordi	449.132	465.205	475.922	517.226	523.521	628.902	393.149	401.411	427.438
(Liquidità)	(4.577)	(9.617)	(2.980)	(5.408)	(21.164)	(3.148)	(979)	(1.502)	(4.156)
Posizione finanziaria netta	**444.555**	**455.588**	**472.942**	**511.818**	**502.357**	**625.754**	**392.170**	**399.909**	**423.282**
Patrimonio netto	**142.532**	**146.501**	**120.694**	**95.759**	**89.282**	**169.293**	**167.584**	**134.824**	**129.544**
Fonti di finanziamento	**587.087**	**602.089**	**593.636**	**607.577**	**591.639**	**795.048**	**559.754**	**534.734**	**552.826**

[1] Il bilancio separato di Risanamento a questa data non è disponibile. Allo stesso modo, alla data di questo Parere non è stata ancora predisposta una situazione patrimoniale e reddituale al 30/06/2022.

Inoltre, il conto economico al 31/03/2022 è ricalcolato su un periodo di 12 mesi, al fine di rendere le informazioni comparabili a quelle degli esercizi precedenti. Ogni voce del conto economico al 31/03/2022 è calcolata nel modo che segue: voce del conto economico del trimestre chiuso al 31/03/2022 + voce del conto economico dell'anno chiuso al 31/12/2021 - voce del conto economico del trimestre chiuso al 31/03/2021.

Tabella 2 - Situazione reddituale di Risanamento, 31/2018 - 03/2022.

	Consolidato					Separato			
Conto economico (€k)	**12/2018**	**12/2019**	**12/2020**	**12/2021**	**03/22 (12m)**	**12/2018**	**12/2019**	**12/2020**	**12/2021**
Ricavi	1.331	12.836	360	599	663	2.179	2.601	2.439	1.792
Variazione rim. di PF e SL	(118)	(11.277)	4.296	350	150	(890)	(800)	(530)	-
Altri proventi	878	954	2.462	966	1.064	78	174	120	686
Valore della produzione	**2.091**	**2.513**	**7.118**	**1.915**	**1.877**	**1.367**	**1.975**	**2.029**	**2.478**
Crescita %		*20%*	*183%*	*(73%)*	-		*44%*	*3%*	*22%*
Costi per servizi	(9.730)	(9.668)	(10.509)	(11.360)	(11.488)	(4.061)	(4.226)	(3.728)	(4.571)
Costi del personale	(4.078)	(4.143)	(3.993)	(3.928)	(3.753)	(2.803)	(2.856)	(2.732)	(2.582)
Altri costi operativi	(2.456)	(1.800)	(4.981)	(1.295)	(1.208)	(1.352)	(935)	(1.587)	(607)
EBITDA	**(14.173)**	**(13.098)**	**(12.365)**	**(14.668)**	**(14.572)**	**(6.848)**	**(6.042)**	**(6.018)**	**(5.282)**
Margine % sul VdP	(678%)	(521%)	(174%)	(766%)	(776%)	(501%)	(306%)	(297%)	(213%)
Plus (minus) valenze	(61)	(25)	(11)	(7)	-	(18.684)	(243.515)	(18.716)	(4.357)
Ammortamenti	(1.805)	(1.876)	(1.881)	(1.912)	(1.906)	(38)	(117)	(142)	(162)
EBIT	**(16.039)**	**(14.999)**	**(14.257)**	**(16.587)**	**(16.478)**	**(25.570)**	**(249.674)**	**(24.876)**	**(9.800)**
Margine % sul VdP	(767%)	(597%)	(200%)	(866%)	(878%)	(1.870%)	(12.642%)	(1.226%)	(395%)
Proventi finanziari	192	505	1	1.006	1.070	14.133	253.724	500	12.388
Oneri finanziari	(12.931)	(9.639)	(9.579)	(9.329)	(9.887)	(19.779)	(10.494)	(7.662)	(7.904)
EBT	**(28.778)**	**(24.133)**	**(23.835)**	**(24.910)**	**(25.295)**	**(31.216)**	**(6.445)**	**(32.038)**	**(5.316)**
Margine % sul VdP	(1.376%)	(960%)	(335%)	(1.301%)	(1.348%)	(2.283%)	(326%)	(1.579%)	(215%)
Imposte sul reddito	1.004	(263)	(1.972)	(25)	(7)	2.558	4.735	(721)	36
Risultato netto att. dest. vend.	2.708	28.365	-	-	-	-	-	-	-
Utile netto	**(25.066)**	**3.969**	**(25.807)**	**(24.935)**	**(25.302)**	**(28.658)**	**(1.710)**	**(32.759)**	**(5.280)**
Margine % sul VdP	(1.199%)	158%	(363%)	(1.302%)	(1.348%)	(2.096%)	(87%)	(1.615%)	(213%)

16. La Tabella 3 riporta alcuni indici di analisi del bilancio, che saranno commentati nei punti che seguono.

Tabella 3 - Indici di bilancio di Risanamento, 31/2018 - 03/2022.

	Consolidato					Separato			
	12/2018	**12/2019**	**12/2020**	**12/2021**	**03/22 (12m)**	**12/2018**	**12/2019**	**12/2020**	**12/2021**
Analisi della crescita e della marginalità									
Crescita del valore della prod.	nd	20%	183%	(73%)	-	nd	44%	3%	22%
Margine EBITDA / ricavi	(678%)	(521%)	(174%)	(766%)	(776%)	(501%)	(306%)	(297%)	(213%)
Margine EBIT / ricavi	(767%)	(597%)	(200%)	(866%)	(878%)	(1.870%)	(12.642%)	(1.226%)	(395%)
Margine Utile netto / ricavi	(1.199%)	158%	(363%)	(1.302%)	(1.348%)	(2.096%)	(87%)	(1.615%)	(213%)
Analisi del capitale circolante commerciale									
Tempi medi di incasso	1.773	136	5.898	24.494	8.472	1.693	1.330	805	1.171
Tempi medi di pagamento	569	550	455	839	1.051	3.290	3.195	621	828
Ciclo del circolante	(33.890)	(3.226)	(119.150)	(48.023)	(51.895)	(7.505)	(5.251)	(667)	(1.400)
Analisi della liquidità									
Attività a breve termine	11.043	14.390	8.797	45.605	36.552	13.255	10.458	6.883	9.907
Passività a breve termine	32.751	28.261	28.847	39.097	561.947	325.070	66.076	28.457	18.730
Indice di liquidità primaria (e second.)	0,34	0,51	0,30	1,17	0,07	0,04	0,16	0,24	0,53
Analisi della sostenibilità del debito finanziario									
PFN / PN	312%	311%	392%	534%	563%	370%	234%	297%	327%
PFN / EBITDA	(31,4x)	(34,8x)	(38,2x)	(34,9x)	(34,5x)	(91,4x)	(64,9x)	(66,5x)	(80,1x)
Analisi della redditività									
ROI	(2,7%)	(2,5%)	(2,4%)	(2,7%)	(2,8%)	(3,2%)	(44,6%)	(4,7%)	(1,8%)
ROE	(17,6%)	2,7%	(21,4%)	(26,0%)	(28,3%)	(16,9%)	(1,0%)	(24,3%)	(4,1%)
Costo effettivo del debito	2,9%	2,1%	2,0%	1,8%	1,9%	3,1%	2,7%	1,9%	1,8%

17. *I risultati reddituali*. Nel periodo in analisi, Risanamento non genera un ammontare significativo di ricavi dalla sua gestione caratteristica e, di

conseguenza, registra un risultato negativo, sia in termini di EBITDA, sia di risultato operativo (EBIT), sia di utile netto (quest'ultimo, con l'eccezione dell'utile netto consolidato dell'esercizio 2019). Di conseguenza, le loro incidenze percentuali sul valore della produzione non sono significative.

18. *La gestione del capitale investito*. Il capitale investito di Risanamento è principalmente formato dal suo patrimonio immobiliare[2], il cui valore di carico è pressoché costante nel periodo analizzato. Inoltre, dalla gestione del capitale circolante commerciale non emerge un fabbisogno finanziario[3].

19. *Analisi della liquidità*. Osservando l'indice di liquidità primaria[4], con l'eccezione della situazione consolidata al 31/12/2021, Risanamento non è in grado di coprire le sue passività correnti con le attività a correnti nel periodo considerato.

20. Riguardo al fabbisogno di liquidità atteso nei prossimi mesi, il *budget* di cassa di Risanamento evidenzia un fabbisogno nel periodo compreso tra luglio 2022 e gennaio 2023 (che sarà coperto dal finanziamento analizzato in questo Parere).

21. Va infine osservato che nella situazione patrimoniale consolidata trimestrale al 31/03/2022 Risanamento registra un considerevole incremento delle passività finanziarie correnti e, contestualmente, una diminuzione di importo equivalente di passività finanziarie non correnti. Nella nota integrativa al suddetto bilancio (pag. 16)

[2] Tenendo in considerazione le caratteristiche del settore *property development*, ai fini dell'analisi dello stato patrimoniale gli immobili classificati da Risanamento nell'attivo corrente sono stati considerati affini alle immobilizzazioni materiali dello stesso tipo.
[3] Va inoltre osservato che dato l'ammontare non rilevante dei ricavi e le caratteristiche del settore *property development*, gli indici di rotazione del capitale circolante riportati nella Tabella 3 esprimono valori non significativi.
[4] Che, nel caso di Risanamento, coincide con l'indice di liquidità secondaria.

Risanamento precisa che "*il sensibile incremento è dovuto alla riclassifica in tale voce dell'intero "debito finanziario non corrente" Si ricorda, infatti, che è stato sottoscritto in data 11 luglio 2018 tra Risanamento S.p.A. unitamente ad alcune sue controllate - da una parte - e, Intesa Sanpaolo S.p.A., Unicredit S.p.A., Banco BPM S.p.A., Banca Popolare di Milano S.p.A., Banca Monte dei Paschi di Siena S.p.A. e Banco di Napoli S.p.A. – dall'altra – il contratto denominato "Accordo di moratoria e concessione del finanziamento corporate". Tale accordo prevede, tra le altre, la concessione di una moratoria fino al 31 marzo 2023 in relazione all'indebitamento finanziario in essere al 31 marzo 2018 delle società del gruppo Risanamento firmatarie dell'accordo di moratoria. A tale riguardo si fa presente che sono state avviate le discussioni per concordare con gli istituti bancari, così come previsto dall'accordo stesso, una nuova data di scadenza della moratoria che possa essere coerente con il nuovo profilo contrattuale legato allo sviluppo della iniziativa Milano Santa Giulia come in precedenza evidenziato*".

22. *Analisi della sostenibilità dei debiti finanziari*. L'indice di leva finanziaria (posizione finanziaria netta : patrimonio netto) evidenzia l'elevato ricorso al debito finanziario di Risanamento nell'intero periodo analizzato. La sostenibilità di questo *stock* di debito non è misurabile con un indice di copertura dei debiti finanziari (PFN : EBITDA) dal momento che il margine operativo lordo della società, come già detto, è negativo in tutti gli esercizi considerati.

23. *Analisi della redditività*. Allo stesso modo, dal momento che il risultato operativo e l'utile netto di Risanamento sono negativi in tutti i periodi analizzati, gli indici di redditività operativa (ROI) e per gli azionisti (ROE) non esprimo valori significativi.

IV. I tassi di interesse in operazioni di finanziamento.

24. Per stimare il corretto costo delle risorse finanziarie raccolte a titolo di capitale di debito, occorre valutare con attenzione la capacità dell'impresa di far fronte, nei successivi esercizi fino alla scadenza prevista del debito, al servizio del debito stesso, ovvero al rimborso delle quote di capitale prestato e al pagamento periodico degli oneri finanziari richiesti sul finanziamento.

25. Dal punto di vista dei creditori, il tasso di interesse su cui si basa il calcolo degli interessi periodici rappresenta il rendimento richiesto dall'operazione di finanziamento all'impresa che li remuneri sotto due punti di vista:

    a. per il tempo trascorso tra l'erogazione del finanziamento e il rimborso ricevuto;

    b. per l'incertezza (*i.e.* il rischio) di ricevere i pagamenti futuri dal debitore.

26. In base all'approccio più comunemente seguito per misurare un tasso di rendimento richiesto "*risk adjusted*", questo tasso (k_D) è definito come la somma di due componenti:

    a. il rendimento di attività prive di rischio (r_F);

    b. uno *spread* che rappresenta il maggior rendimento richiesto dal finanziatore di debito.

    La relaziona sarà di seguito espressa come $k_D = r_F + spread$.

27. Il rendimento (*a*) di attività prive di rischio può essere approssimato in due modi:

    a. pari al rendimento dei titoli di Stato del Paese di riferimento per la società che emette il finanziamento;

    b. pari ad un tasso con cui gli istituti di credito stipulano contratti di copertura del rischio di interesse (ad es. l'EURIBOR).

28. Riguardo alla stima dello *spread* (*b*), nella prassi professionale vengono correntemente utilizzati metodi volte alla individuazione della classe di rischio (c.d. *credit scoring model*) nella quale l'impresa destinataria di un finanziamento potrebbe essere collocata. Tra di essi possono essere ricordati:

    - il modello di Merton, basato su un approccio matematico / statistico;

    - il modello Z-Score di Altman, basato su diversi indicatori reddituali e patrimoniali della società emittente;

    - il modello di Damodaran, basato su un unico indicatore reddituale della società emittente.

29. Nel complesso, tali metodologie si basano quindi sui valori assunti nel tempo da alcuni indici di bilancio, considerati indicatori dello stato di salute di un'azienda e quindi della capacità di assicurare il servizio dei debiti contratti. Per questa ragione taluni modelli vengono considerati maggiormente significativi in funzione del settore di attività di un'impresa. Più in particolare vi sono modelli più adatti all'*assessment* del grado di salute delle imprese industriali e commerciali, altri a quello delle imprese finanziarie.

30. Anche la classe di rischio delle *property* e *development companies* (quale Risanamento) può essere apprezzata attraverso modelli di *scoring*, ponendo opportunamente l'enfasi su indici di solidità e indipendenza finanziaria.

31. Una volta individuata la classe di *rating* di riferimento, lo spread può essere stimato osservando gli spread su obbligazioni quotate sui mercati obbligazionari dal *rating* comparabile.

V. La stima del tasso d'interesse per l'operazione di finanziamento.

A. *Premessa.*

32. Nel caso dell'operazione in esame, ISP ha intenzione di coprire il fabbisogno finanziario riferibile all'avvio dell'operazione principale attraverso l'erogazione di un finanziamento soci con le caratteristiche descritte nel precedente punto 10.

33. La natura di finanziamento dello strumento richiede – assumendo una prospettiva di mercato – la stima di come tale finanziamento sarebbe prezzato da un operatore indipendente di mercato, in funzione del profilo di rischio associabile al servizio del debito (e quindi in relazione alla capacità di Risanamento di rimborso del capitale e la quota maturata di remunerazione della stessa).

34. Giova osservare che nel caso in considerazione il rimborso del finanziamento (linea capitale più interessi maturati) è di fatto condizionato dal perfezionamento nei tempi programmati della revisione dei termini del *project development agreement* tra Risanamento/MSG e Lendlease riguardo all'area S. Giulia. Quindi, in senso stretto, il rischio dell'operazione di finanziamento è riferibile anche alla finalizzazione del programma in corso di negoziazione. Ciò rappresenta una fonte di rischio specifico per l'operazione di finanziamento, che dovrebbe essere considerata nel *pricing* dello strumento finanziario.

B. La stima del tasso d'interesse.

35. Come già esposto nel capitolo che precede, un tasso di interesse congruo può essere espresso dalla relazione $k_D = r_F + spread$.

36. Nel caso in esame, il parametro r_F è misurato pari al tasso EURIBOR a 12 mesi medio dell'ultimo mese, pari a 0,99%.

37. Riguardo allo *spread*, considerando come già detto le caratteristiche del settore *property development* e la base informativa disponibile, una stima sintetica è stata elaborata con il modello proposto in "*Corporate Financial Distress, Restructuring, and Bankruptcy*" da E. Altman, E. Hotchkiss e W. Wang (2019) ("modello di Altman").

38. Il modello di Altman può essere delineato in due versioni:

    a. il modello principale, basato sullo Z-Score, originariamente sviluppato in base ad un campione di società quotate manifatturiere;

    b. il modello alternativo, basato sullo Z''-Score, sviluppato per tenere maggiormente conto delle caratteristiche di mercati esterni agli USA, come i mercati emergenti, e di differenze settoriali che avevano un eccessivo impatto sugli indici di bilancio sfruttati dal modello principale.

39. Nel caso di Risanamento, tenendo in considerazione il settore di attività e il peso relativo dei parametri esaminati dai due modelli, la versione basata sullo Z''-Score sembra più adeguata per assegnare un *rating* alla Società.

40. L'applicazione del modello prevede due passaggi:

a. calcolo dello Z''-Score, in base ai bilanci della società oggetto di analisi, per uno o più esercizi. Lo Z''-Score è definito dalla relazione:

$$Z' = 3{,}25 + 6{,}56 * X_1 + 3{,}26 * X_2 + 6{,}72 * X_3 + 1{,}05 * X_4$$

Dove:

- X_1: [Attivo corrente - passivo corrente] : totale attivo;
- X_2: Riserve di utili non distribuiti : totale attivo;
- X_3: Reddito operativo : totale attivo;
- X_4: Capitalizzazione di Borsa : totale passivo.

b. confronto degli Z''-Score con le statistiche più aggiornate proposte dal modello (che risalgono al 2017), che associano un *rating*, misurato con una tassonomia simile a quella comunemente adottata dalla società di *rating* Standard & Poor's. La Tabella 5 riporta lo Z''-Score mediano delle società analizzate da Altman per classe di *rating*:

Tabella 5 - *Rating* e Z''-Score.

Rating	Z-Score mediano	Rating	Z-Score mediano
AAA/AA+	8,80	BB	5,52
AA/AA–	8,40	BB−	5,07
A+	8,22	B+	4,81
A	6,94	B	4,03
A–	6,12	B–	3,74
BBB+	5,80	CCC+	2,84
BBB	5,75	CCC	2,57
BBB−	5,70	CCC–	1,72
BB+	5,65	CC/D	0,05

41. Riguardo all'assegnazione di un *rating*, va ricordato che, in linea generale, i *rating* sono raggruppabili in due categorie:

a. "*investment grade*", che rappresentano titoli e finanziamenti con un profilo di rischio contenuto;

b. "*speculative grade*", che rappresentano titoli e finanziamenti con un profilo di rischio elevato.

42. Dall'applicazione del modello di Altman ai dati finanziari consolidati di Risanamento[5] si ottengono i risultati riportati nella Tabella 6:

Tabella 6 - Applicazione del modello di Altman basato sullo Z''-Score

	12/2018	12/2019	12/2020	12/2021	03/2022
X1: Capitale circolante netto / Totale attività	(0,02)	(0,02)	(0,03)	0,01	(0,73)
X2: Utili (perdite) a nuovo / Totale attività	(0,06)	(0,07)	(0,11)	(0,14)	(0,15)
X3: EBIT / Totale attività	(0,02)	(0,02)	(0,02)	(0,02)	(0,02)
X4: Valore di mercato del capitale / Totale passività	0,06	0,09	0,17	0,32	0,35
Z''-Score	**2,86**	**2,85**	**2,76**	**3,03**	**(1,80)**
Rating	**CCC+**	**CCC+**	**CCC**	**CCC+**	**D**

43. In base agli Z''-Score stimati, la solvibilità di Risanamento è pressochè stabile nel periodo 2018 - 2021 ma appare diminuire considerevolmente nell'ultimo periodo analizzato. Come già precisato al punto 19, nella situazione patrimoniale consolidata al 31/03/2022 Risanamento ha riclassificato i debiti finanziari non correnti iscritti nel bilancio al 31/12/2021 come debiti finanziari correnti, specificando che è in corso, alla data del bilancio, una trattativa per estendere il periodo di moratoria concesso dai creditori.

44. In luce dell'evoluzione dell'operazione in esame, l'impatto dello Z''-Score calcolato in base ai dati patrimoniali al 31/03/2022 non esprime un'evoluzione permanente e significativa della solvibilità di Risanamento.

[5] Considerando le caratteristiche del Gruppo Risanamento e della struttura societaria del progetto di sviluppo dell'area Milano Santa Giulia (la struttura del Gruppo include, tra le altre, Risanamento S.p.A. e MSG), il modello è applicato ai dati finanziari consolidati di Risanamento.

45. Tenendo conto delle considerazioni dei punti precedenti, la classe di *rating* di Risanamento può essere individuata in CCC o, più in generale, nella macro-categoria di *rating* "*speculative grade*".

46. Per stimare uno *spread* coerente con un *rating speculative grade*, sono stati analizzati dalla banca dati Bloomberg gli spread medi su obbligazioni quotate sui mercati obbligazionari che rispettano dei criteri necessari ad assicurare (*i*) la comparabilità tra il Finanziamento Soci di Risanamento e il campione e (*ii*) che il campione includa un numero sufficiente di titoli attivamente scambiati sul mercato, ovvero:

    a. *rating* dell'obbligazione: *speculative grade*[6];
    b. area geografica di riferimento dell'emittente: Italia;
    c. minimo ammontare complessivo dell'obbligazione: 10 milioni di Euro;
    d. anni mancanti alla scadenza massimi: cinque;
    e. attività dell'emittente: esclusione dei settori classificati dalla banca dati come "bancario" e "servizi finanziari".

47. Come da prassi nell'analisi di titoli obbligazionari quotati, lo *spread* può essere misurato in diversi modi:

    a. "G-Spread": differenza tra il rendimento a scadenza dell'obbligazione e il rendimento a scadenza del titolo di Stato di riferimento per l'emittente e con pari numero di anni rimanenti alla scadenza;

    b. "I-spread": differenza tra il rendimento a scadenza dell'obbligazione e lo *swap rate* (i.e. il tasso di interesse fisso

[6] In base alla classificazione di Bloomberg, la categoria *speculative grade* include tutti i titoli con un *rating* pari a BB+ o inferiore.

considerato in contratti *swap* tra pagamenti a tasso fisso e a tasso variabile);

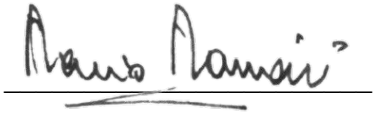
c. "Z-Spread": *spread* implicito (rispetto ai tassi *spot* sui titoli di Stato per ogni anno rimanente alla scadenza) che rende uguale il prezzo dell'obbligazione al valore attuale dei futuri pagamenti del titolo.

48. I dati di sintesi dell'analisi sono riportati nella Tabella 7.

Tabella 7 - Spread medi e mediani su obbligazioni quotate.

	Media	Mediana
G-Spread	6,44%	5,71%
I-Spread	5,75%	4,95%
Z-Spread	5,66%	4,90%

49. Tenendo in considerazione le diverse stime, un intervallo di valori idonei per lo *spread* per il finanziamento soci è compreso tra 4,90% e 6,44%.

50. Infine, unitamente al tasso privo di rischio di riferimento già stimato pari a 0,99%, un intervallo congruo di valori del tasso d'interesse di mercato per l'operazione di finanziamento di Risanamento è compreso tra 5,89% e 7,43%. Di conseguenza, il tasso fisso pari a 7,2% rientra in questo intervallo di congruità.

Professor Mario Massari