



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 CONCERNENTE IL TRASFERIMENTO, DA PARTE DI RISANAMENTO, A UN FONDO COMUNE DI INVESTIMENTO ALTERNATIVO DI TIPO CHIUSO, DELLE AREE COSTITUENTI I LOTTI NORD DELL'AREA MILANO SANTA GIULIA A FRONTE (I) DELL'ACCOLLO LIBERATORIO, DA PARTE DEL FONDO, DELL'INTERO INDEBITAMENTO FINANZIARIO DI RISANAMENTO RICONDUCI-BILE A INTESASANPAOLO S.p.A (II) DEL PAGAMENTO DI UN CORRISPETTIVO IN DENARO

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

28 marzo 2023

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 28 marzo 2023.

INDICE

DEFINIZIONI	3
PREMESSA	4
1. AVVERTENZE	7
1.1 Rischi connessi ai potenziali conflitti di interesse derivanti dall'Operazione con Parti Correlate	7
2. INFORMAZIONI RELATIVE ALL'OPERAZIONE CON PARTI CORRELATE	8
2.1 Caratteristiche, modalità, termini e condizioni dell'Operazione con Parti Correlate	8
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	8
2.3 Motivazioni economiche e convenienza dell'Operazione con Parti Correlate per la Società	9
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.....	10
2.5 Effetti economici, patrimoniali, finanziari e indice di rilevanza dell'Operazione con Parti Correlate.....	11
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.....	12
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.....	12
2.8 <i>Iter</i> di approvazione dell'Operazione con Parti Correlate	12
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.....	13

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.

Banco BPM o BPM	Banco BPM S.p.A.
BMPS o MPS	Banca Monte dei Paschi di Siena S.p.A.
Codice della Crisi d'Impresa e dell'Insolvenza	Il D.Lgs. n. 83/2022.
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.
ISP	Intesa Sanpaolo S.p.A.
Creditori	ISP, BPM, BMPS e Unicredit o loro aventi causa. Si segnala che in data 17 marzo 2023 Unicredit S.p.A. ha comunicato alla Società di aver ceduto i propri crediti al fondo "BACK2BONIS" gestito da Prelios SGR S.p.A., la quale a sua volta ha confermato la propria intenzione di acquistare e di partecipare all'Operazione.
Lotti Nord o Area Milano Santa Giulia o Area S. Giulia	I lotti nord relativi all'Area Milano Santa Giulia.
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.
Unicredit	Unicredit S.p.A.

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 una operazione (l’“**Operazione con Parti Correlate**”) che prevede il trasferimento da parte di Risanamento a un fondo comune di investimento alternativo di tipo chiuso (il “**Fondo**”), gestito da Lendlease Italy SGR S.p.A., delle aree costituenti i Lotti Nord¹ (il “**Trasferimento dei Lotti Nord**”) per un corrispettivo pari a Euro 648 milioni, da corrisponderci come segue:

(i) mediante immediato accollo da parte del Fondo, con conseguente integrale esdebitazione di Risanamento e MSG (quest’ultimo fatto previamente confluire nella Società attraverso la fusione per incorporazione di MSG) (il “**Gruppo Risanamento**”), dal proprio indebitamento finanziario nei confronti dei Creditori (pari ad Euro 529 milioni circa) (l’“**Indebitamento Finanziario Principale**”) e dell’indebitamento finanziario (l’“**Indebitamento FinSoci ISP**”) e, insieme all’Indebitamento Finanziario Principale, l’ “**Indebitamento Finanziario**”) derivante dal finanziamento concesso il 29 luglio 2022 da ISP che, alla data del 31 dicembre 2022, risulta pari a circa Euro 37 milioni (il “**Finanziamento Soci ISP**”), fermo restando che l’importo dell’Indebitamento Finanziario che il Fondo si accollerà sarà quello effettivamente maturato alla data in cui si perfezionerà l’accollo stesso (la “**Data del Closing**”); nonché

(ii) a fronte del pagamento da parte del Fondo in favore di Risanamento, a certi termini e condizioni, di un importo pari alla differenza tra il prezzo di cessione dell’Area S. Giulia sopra indicato e l’importo dell’Indebitamento Finanziario finale accollato alla Data del Closing dedotti Euro 10 milioni corrisposti da Lendlease Europe ai sensi del *project development agreement* sottoscritto tra le parti nel 2017 (il “**PDA 2017**”), secondo tempistiche in linea con le esigenze finanziarie di Risanamento.

L’Operazione con Parti Correlate è stata approvata dal Consiglio di Amministrazione della Società del 21 marzo 2023, previo motivato parere favorevole del Comitato per le Operazioni con Parti Correlate della Società.

L’Operazione con Parti Correlate è parte essenziale di una più ampia e complessa operazione (l’“**Operazione**”) descritta nel *term sheet* vincolante sottoscritto in data 22 marzo 2023 tra la Società e MSG da una parte, e Lendlease Europe Holdings Limited (“**Lendlease Europe**”) e Lendlease MSG North S.r.l. (“**Lendlease MSG**”) dall’altra parte, nonché dai Creditori (il “**Term Sheet FA**”), che, nell’ambito del piano ex art. 56 del Codice della Crisi di Impresa e dell’Insolvenza, è finalizzata a valorizzare l’Area Milano Santa Giulia, ottenere ulteriori risorse finanziarie necessarie per il completamento delle obbligazioni assunte nei confronti dell’Amministrazione Pubblica alle opere di bonifica, riempimenti e infrastrutture olimpiche e l’esdebitazione dell’Emittente con la possibilità di partecipare a eventuali ritorni economici derivanti dallo sviluppo dell’area e che prevede, in più fasi:

- (i) il Trasferimento dei Lotti Nord per il corrispettivo sopra indicato;
- (ii) l’apporto da parte dei Crediti (o loro aventi causa) dei crediti vantati nei confronti di Risanamento (e, successivamente al predetto accollo liberatorio, nei confronti del Fondo) derivanti dall’Indebitamento Finanziario Principale e dal Finanziamento Soci ISP, in favore del Fondo, ricevendo in corrispettivo quote del medesimo Fondo e più precisamente: (a) la sola ISP, quote di categoria A1 per un importo pari al debito del Finanziamento Soci ISP, (b) tutti i Creditori o loro aventi causa, quote di categoria B2 per un importo corrispondente al debito residuo;
- (iii) la conseguente liberazione dall’Indebitamento Finanziario a seguito dell’assunzione da parte del Fondo della qualità sia di creditore sia di debitore;

¹ Fatta eccezione per il c.d. Lotto Arena.

- (iv) la prosecuzione da parte del gruppo societario riconducibile a Risanamento (il “**Gruppo Risanamento**”), attraverso terzi appaltatori, degli interventi di bonifica sulle aree interessate dal progetto operativo di bonifica approvato (le “**Opere di Bonifica**”) e in conformità allo stesso (la cui realizzazione è stata garantita da MSG mediante le fidejussioni emesse da UnipolSai S.p.A. in data 20 dicembre 2022 e consegnate al Comune di Milano in pari data), il tutto in un arco temporale di circa 3 anni, ricevendo dal Fondo parte degli importi a ciò necessari;
- (v) la realizzazione da parte del Gruppo Risanamento, attraverso terzi appaltatori, delle opere infrastrutturali necessarie per l’apertura, in tempi utili per le Olimpiadi Milano Cortina 2026, del “Pala Italia Santa Giulia” (le “**Opere Olimpiche**”) in conformità con la Convenzione urbanistica per la Variante al Piano Integrato di Intervento di Milano Santa Giulia stipulata in data 16 giugno 2022 (la “**Convenzione di Variante**”);
- (vi) la realizzazione del progetto di sviluppo dell’Area Milano Santa Giulia in conformità, inter alia, con la Convenzione di Variante e il *development framework agreement* da sottoscrivere con il gruppo riconducibile a Lendlease (il “**Development Framework Agreement**”).

L’esecuzione dell’intera Operazione (compresa l’esecuzione della fusione di MSG in Risanamento) è subordinata (i) all’attestazione del piano ex art. 56 del Codice della Crisi di Impresa e dell’Insolvenza, nonché (ii) a ulteriori condizioni sospensive usuali per questo tipo di operazioni.

Nonostante l’Operazione con Parti Correlate non preveda come controparte diretta parti correlate di Risanamento, secondo la definizione dettata dalla normativa applicabile vigente, il Consiglio di Amministrazione ha ritenuto opportuno in via prudenziale considerare la stessa come una un’operazione rilevante ai fini della Procedura, in considerazione della partecipazione e del ruolo rivestito nell’Operazione nel suo complesso di ISP, sua parte correlata.

In particolare, come meglio specificato nel successivo paragrafo 2.2, il Comitato per le Operazioni con Parti Correlate e il Consiglio di Amministrazione della Società danno atto che:

- la Fusione (come *infra* definita) è una operazione con parti correlate in quanto Risanamento e MSG sono parti correlate, essendo la seconda interamente posseduta dalla prima, circostanza che integra una fattispecie di “controllo” ai sensi della Procedura Parti Correlate. A tale operazione non si applica la Procedura Parti Correlate della Società per effetto dell’esenzione prevista dalla procedura stessa per le operazioni con le controllate;
- il Trasferimento dei Lotti Nord viene considerata un’operazione con parti correlate, in considerazione della partecipazione di ISP e del ruolo da essa rivestito nell’Operazione nel suo complesso, in quanto ISP è una parte correlata dell’Emittente poiché 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;
- il Trasferimento dei Lotti Nord si configura inoltre come Operazione con Parti Correlate di “Maggiore Rilevanza” poiché supera le soglie di rilevanza di cui all’art. 2 e all’Allegato B delle Procedure per le Operazioni con Parti Correlate adottate dalla Società.

L’indice di rilevanza considerato è quello del riguarda il controvalore intendendosi il rapporto tra il controvalore dell’operazione e il patrimonio netto tratto dal più recente stato patrimoniale consolidato pubblicato dalla Società 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).

Nel caso di specie:

- (a) il controvalore dell’Operazione con Parti Correlate è al 31 dicembre 2022 rappresentato da Euro 374.512.751,06, pari al debito del Gruppo Risanamento di cui all’Indebitamento Finanziario Principale

riconducibile a ISP e al Finanziamento Soci, il quale verrà accollato dal Fondo a titolo di pagamento di una porzione dell'intero prezzo (euro 648.000.000) dovuto in favore di Risanamento per il Trasferimento dei Lotti Nord;

(b) il più alto tra il patrimonio netto consolidato della Società al 31 dicembre 2022 (ultimo stato patrimoniale approvato) e la capitalizzazione a detta data è la capitalizzazione, pari a Euro 201.334.385.

Pertanto, il rapporto tra controvalore dell'operazione e la capitalizzazione al 31 dicembre 2022 (pari a 186,02%) è superiore al 5%, come previsto dall'Allegato B della Procedura OPC della Società. 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 "*maggior rilevanza*".

Il relativo parere del Comitato per le Operazioni con Parti Correlate della Società è allegato al presente Documento Informativo come Allegato 1.

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, nel suo complesso, come Operazione con Parti Correlate in quanto:

- la Fusione (come *infra* definita) è una operazione con parti correlate in quanto Risanamento e MSG sono parti correlate, essendo la seconda interamente posseduta dalla prima, circostanza che integra una fattispecie di “controllo” ai sensi della Procedura Parti Correlate. A tale operazione non si applica la Procedura Parti Correlate della Società per effetto dell'esenzione prevista dalla procedura stessa per le operazioni con le controllate;
- il Trasferimento dei Lotti Nord viene considerata un'operazione con parti correlate, in considerazione della partecipazione di ISP e del ruolo da essa rivestito nell'Operazione nel suo complesso, in quanto ISP è una parte correlata dell'Emittente poiché 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;
- il Trasferimento dei Lotti Nord si configura inoltre come Operazione con Parti Correlate di “Maggiore Rilevanza” poiché supera le soglie di rilevanza di cui all'art. 2 e all'Allegato B delle Procedure per le Operazioni con Parti Correlate adottate dalla Società.

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

L'Operazione con Parti Correlate sarà realizzata mediante il trasferimento (in due fasi successive, la prima consistente nella costituzione del diritto di superficie sulle porzioni fondiarie dell'area - pari a circa 385.091 mq. - e la seconda concernente la vendita, della proprietà dell'area) - da parte di Risanamento - dei Lotti Nord, per un corrispettivo complessivo pari a Euro 648 milioni circa (valore in linea con il relativo *fair market value*) in favore del Fondo, da corrisponderci come segue: (a) una porzione del suddetto corrispettivo complessivo, mediante immediato accollo liberatorio da parte del Fondo, contestualmente alla costituzione del diritto di superficie, (i) di una porzione dell'Indebitamento Finanziario di Risanamento, allo stato oggetto di moratoria ai sensi del relativo accordo di moratoria e pari al 31 dicembre 2022 a Euro 529 milioni circa (**"Indebitamento Finanziario Principale"**) e (ii) della residua porzione di Indebitamento Finanziario derivante dal Finanziamento Soci ISP, pari al 31 dicembre 2022 a circa Euro 37 milioni²; (b) quanto alla residua porzione del suddetto corrispettivo - dedotti Euro 10 milioni corrisposti da Lendlease ai sensi del *project development agreement* sottoscritto nel 2017, in denaro da versarsi in favore di Risanamento, a certi termini e condizioni, secondo tempistiche in linea con le esigenze finanziarie di Risanamento relative allo stato di avanzamento dei lavori connessi alle Opere di Bonifica (il **"Corrispettivo in Denaro"**).

L'Operazione con Parti Correlate è parte essenziale dell'Operazione descritta nel Term Sheet FA, finalizzata a valorizzare l'Area Milano Santa Giulia, a ottenere ulteriori risorse finanziarie necessarie per il completamento delle obbligazioni assunte nei confronti dell'Amministrazione Pubblica rispetto alle Opere di Bonifica, riempimenti, alle Opere Olimpiche e all'esdebitazione dell'Emittente con la possibilità di partecipare a eventuali ritorni economici derivanti dallo sviluppo dell'area e che prevede, in più fasi, alcune della quali già realizzate:

1. fusione ex art. 2505 c.c. di MSG in Risanamento, al fine di consolidare in capo ad un unico soggetto, *inter alia*, l'intero Indebitamento Finanziario del Gruppo Risanamento e l'intera area costituente i Lotti Nord (la **"Fusione"**);
2. Costituzione, da parte di Lendlease, del Fondo;
3. successivamente alla Fusione, trasferimento - da parte di Risanamento - dei Lotti Nord (fatta eccezione per il c.d. Lotto Arena) ai termini e condizioni sopra indicati;
4. successivamente al predetto accollo liberatorio, compensazione dei debiti in capo al Fondo nei confronti dei Creditori relativi a (a) l'Indebitamento Finanziario Principale e (b) il Finanziamento Soci ISP con i corrispondenti debiti dei Creditori nei confronti del Fondo derivanti dalla sottoscrizione delle quote del medesimo Fondo, e più precisamente: (i) quanto alla sola ISP, quote di categoria A1 per un importo pari al debito del Finanziamento Soci ISP, e (ii) quanto a ai Creditori, quote di categoria B2 per un importo corrispondente al debito residuo;
5. versamento - da parte di un investitore terzo riconducibile a Lendlease - di un importo in denaro, funzionale alla liberazione di quote di Categoria A2 e versamento - da parte di Risanamento - di un importo (non significato) in denaro, funzionale alla liberazione di quote di Categoria C. Le quote di categoria C daranno il diritto a Risanamento di ricevere il 50% dei flussi di cassa del Fondo residui dopo la distribuzione dei flussi stessi alle altre categorie di quote;
6. prosecuzione - da parte di Risanamento, attraverso terzi appaltatori - delle attività di bonifica e di riempimento relative all'area di intervento, nonché delle attività funzionali alla realizzazione delle opere infrastrutturali olimpiche previste dalla suddetta convenzione urbanistica (la cui realizzazione è stata garantita da MSG mediante le fidejussioni emesse da UnipolSai S.p.A. in data 20 dicembre 2022 e consegnate al Comune di Milano in pari data), il tutto in un arco temporale di circa 3 anni, ricevendo dal Fondo gli importi a ciò necessari.

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

Nonostante l'Operazione con Parti Correlate non preveda come controparte diretta parti correlate di Risanamento, secondo la definizione dettata dalla normativa applicabile vigente, il Consiglio di Amministrazione ha ritenuto opportuno in via prudenziale considerare la stessa come una un'operazione rilevante ai fini della

² Gli importi finali dell'indebitamento oggetto di accollo liberatorio saranno definiti all'ultimo giorno del mese precedente la Data del Closing (i.e., la data in cui verrà costituito il predetto diritto di superficie).

Procedura, in considerazione della partecipazione e del ruolo rivestito nell'Operazione nel suo complesso di ISP, sua parte correlata.

In particolare, come meglio specificato nel successivo paragrafo 2.2, il Comitato per le Operazioni con Parti Correlate e il Consiglio di Amministrazione danno atto che:

- la Fusione è una operazione con parti correlate in quanto Risanamento e MSG sono parti correlate, essendo la seconda interamente posseduta dalla prima, circostanza che integra una fattispecie di "controllo" ai sensi della Procedura Parti Correlate. A tale operazione non si applica la Procedura Parti Correlate della Società per effetto dell'esenzione prevista dalla procedura stessa per le operazioni con le controllate;
- il Trasferimento dei Lotti Nord viene considerata un'operazione con parti correlate, in considerazione della partecipazione di ISP e del ruolo da essa rivestito nell'Operazione nel suo complesso, in quanto ISP è una parte correlata dell'Emittente poiché 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;
- il Trasferimento dei Lotti Nord si configura inoltre come Operazione con Parti Correlate di "Maggiore Rilevanza" poiché supera le soglie di rilevanza di cui all'art. 2 e all'Allegato B delle Procedure per le Operazioni con Parti Correlate adottate dalla Società.

L'indice di rilevanza considerato è quello del riguarda il controvalore intendendosi il rapporto tra il controvalore dell'operazione e il patrimonio netto tratto dal più recente stato patrimoniale consolidato pubblicato dalla Società 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).

Nel caso di specie:

- (a) il controvalore dell'Operazione con Parti Correlate è al 31 dicembre 2022 rappresentato da Euro 374.512.751,06, pari al debito del Gruppo Risanamento di cui all'Indebitamento Finanziario Principale riconducibile a ISP e al Finanziamento Soci, il quale verrà accollato dal Fondo a titolo di pagamento di una porzione dell'intero prezzo (euro 648.000.000) dovuto in favore di Risanamento per il Trasferimento dei Lotti Nord;
- (b) il più alto tra il patrimonio netto consolidato della Società al 31 dicembre 2022 (ultimo stato patrimoniale approvato) e la capitalizzazione a detta data è la capitalizzazione, pari a Euro 201.334.385.

Pertanto, il rapporto tra controvalore dell'operazione e la capitalizzazione al 31 dicembre 2022 (pari a 186,02%) è superiore al 5%, come previsto dall'Allegato B della Procedura OPC della Società. 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".

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

Per la descrizione delle finalità dell'Operazione con Parti Correlate si rinvia alla descrizione contenuta nel precedente Paragrafo 2.1 del presente Documento Informativo.

In merito all'interesse della Società al compimento dell'Operazione con Parti Correlate, nell'ambito dell'Operazione, rileva quanto segue:

- l'operazione persegue innanzitutto l'obiettivo dichiarato, e già da tempo annunciato al mercato, di valorizzazione del principale *asset* di sviluppo del Gruppo (l'iniziativa Milano Santa Giulia) in coerenza con (ed in adempimento de) il PDA 2017 e con la successiva oggettiva necessità di rimodulare detti accordi in maniera significativa a causa dell'accelerazione temporale allo sviluppo delle Opere Olimpiche; restano immutati i rispettivi impegni originariamente assunti dalle parti, relativi, per quanto

concerne il Gruppo Risanamento, sia all'attività di bonifica dell'area di intervento sia della realizzazione delle Opere Olimpiche e, per quanto concerne il Gruppo Lendlease, lo sviluppo verticale del progetto;

- l'operazione consente di liberare il Gruppo Risanamento dal proprio attuale intero indebitamento nei confronti dei Creditori, circostanza che permette alla Società una significativa moderazione del rischio di impresa, in particolare sotto il profilo temporale e della continuità aziendale (tenendo anche presente la situazione di elevata incertezza che connota l'attuale contesto internazionale);
- l'operazione permette una stabilizzazione della situazione finanziaria di Gruppo, anche nell'ottica della continuità aziendale, incidendo positivamente sulla posizione finanziaria netta della stessa che, all'esito dell'operazione, dovrebbe assestarsi intorno a un valore positivo, rispetto ad Euro 567,4 milioni negativi circa al 31 dicembre 2022;
- quanto alla prosecuzione delle Opere di Bonifica e alla realizzazione delle Opere Olimpiche, in adempimento agli obblighi assunti nei confronti degli Enti pubblici ai sensi della Convenzione del 16 giugno 2022, la struttura dell'Operazione consente alla Società di potersi far fronte mediante:
 - (i) quanto alle prime, mediante le risorse rivenienti dal pagamento da parte del Fondo in favore di Risanamento del Corrispettivo in Denaro;
 - (ii) quanto alle seconde, mediante un contributo in denaro che il Fondo verserà, sulla base dello stato di avanzamento dei lavori, in favore del Gruppo Risanamento per la realizzazione delle suddette opere infrastrutturali;
- non può poi trascurarsi (i) il significativo risparmio di spesa atteso dall'operazione con riferimento ai costi annuali per gli oneri finanziari, che sarebbero maturati nell'arco di sviluppo dell'iniziativa (10 anni) secondo l'originaria struttura del PDA 2017, nonché (ii) la circostanza che la Società migliorerà la valutazione del proprio merito di credito e conseguentemente le proprie possibilità di accesso al sistema bancario, pur tenendo conto in generale della oggettiva contrazione della quantità di credito offerta a beneficio delle società che operano in particolare nel settore dello sviluppo immobiliare.
- l'operazione infine consente di mantenere delle *chance* di partecipare al rendimento complessivo dell'Operazione attraverso le quote C del Fondo assegnate.

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

Il corrispettivo dell'Operazione con Parti Correlate e, in particolare quello per il trasferimento dell'Area Milano Santa Giulia, è stato stabilito al *fair market value* della stessa, pari a Euro 648 milioni (valore in linea con il *book value*) da corrispondersi parte in denaro e parte attraverso accollo liberatorio dell'Indebitamento Finanziario da parte del Fondo.

Tale valore è stato determinato e ritenuto congruo da parte del 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 del motivato parere favorevole espresso dal Comitato Parti Correlate al fine di valutare l'interesse della Società al compimento dell'Operazione con Parti Correlate (allegato sub 1), considerando che:

- a. la platea di potenziali acquirenti del progetto è ristretta anche a causa dell'unicità dell'iniziativa sia in termini di dimensioni sia in termini di caratteristiche;
- b. l'attività di commercializzazione dell'area si protrae da numerosi anni, anche in seguito alle tematiche ambientali che hanno nel passato di fatto congelato il progetto per alcuni anni;
- c. tale valore emerge dal confronto negoziale con Lendlease, e quindi con una controparte indipendente, potendosi ragionevolmente ritenere che il valore della transazione si sia quindi formato in condizioni assimilabili a quelle di mercato, ossia tra parti indipendenti motivate a tutelare i propri interessi;

d. che con cadenza annuale Risanamento e MSG hanno sistematicamente richiesto dei pareri valutativi del progetto di sviluppo dell'Area Santa Giulia, anche in luce della progressiva evoluzione della *joint venture* con Lendlease e che alla data della delibera del consiglio di Amministrazione che ha approvato l'Operazione con Parti Correlate sono disponibili due perizie di valutazione dell'area, redatte, rispettivamente da Praxi e da Kroll ed espresse utilizzando, quale data di riferimento, il 31 dicembre 2022 e che quindi tengono conto degli effetti sulle proiezioni finanziarie della pandemia da Covid-19 e della guerra in Ucraina. Tali relazioni di stima hanno tenuto in considerazione che il progetto di sviluppo dell'Area Milano Santa Giulia ha subito numerose mutazioni nel corso degli ultimi anni e che ciò ha avuto un impatto sulle previsioni economiche e finanziarie. Le predette relazioni di stima misurano il c.d. "valore di mercato", configurazione coerente con le definizioni riportate nei principi internazionali di valutazione a cui i periti comunemente fanno riferimento (IVS e RICS) e concludono che tale valore dell'Area Milano Santa Giulia al 31 dicembre 2022 è pari, rispettivamente, a 665,2 e 665,4 milioni di Euro, ossia con un valore coerente con il valore dell'area espresso nella situazione patrimoniale di MSG al 31 dicembre 2022.

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

I principali effetti dell'Operazione con Parti correlate sotto i profili economici, patrimoniali e finanziari, sono tutti strettamente correlati alla futura esdebitazione finanziaria del gruppo.

Nello specifico, partendo dagli effetti di natura economica, risulta evidente che l'azzeramento dell'intero indebitamento finanziario comporterà l'azzeramento degli oneri finanziari ad esso connessi che su base annua risultavano pari a circa Euro 11 milioni (nel bilancio al 31 dicembre 2022 gli oneri finanziari ammontano a Euro 10,7 milioni).

Dal punto di vista patrimoniale l'azzeramento del debito finanziario verso gli istituti bancari – a fronte della riduzione dell'attivo valorizzato al *fair market value* (che risulta in linea con il *book value*) – semplifica e rafforza la struttura dell'intero Gruppo Risanamento anche in considerazione del fatto che in caso contrario l'indebitamento esistente avrebbe influenzato pesantemente la gestione degli esercizi futuri ovvero sino al rimborso complessivo che sarebbe avvenuto nel corso dello sviluppo della iniziativa immobiliare. Si fa presente altresì che tale Operazione consente di eliminare il rischio *execution* (di impresa) dell'iniziativa a cui il Gruppo Risanamento sarebbe stato esposto.

Da ultimo risulta evidente l'effetto positivo che si verrà a manifestare sotto il profilo finanziario; infatti l'esdebitazione totale e gli incassi previsti dall'Operazione comporteranno una radicale modifica della posizione finanziaria netta del Gruppo Risanamento che da un valore di oltre Euro 570 milioni negativa registrerà un valore positivo di svariate decine di milioni di euro e soprattutto consentirà al Gruppo Risanamento di accedere al reperimento di nuove linee di finanziamento per sviluppare le iniziative in portafoglio nonché le future nuove opportunità di investimento che si dovessero manifestare.

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.

L'indice di rilevanza considerato è quello del riguarda il controvalore intendendosi il rapporto tra il controvalore dell'operazione e il patrimonio netto tratto dal più recente stato patrimoniale consolidato pubblicato dalla Società 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).

Nel caso di specie:

(a) il controvalore dell'Operazione con Parti Correlate è al 31 dicembre 2022 rappresentato da Euro 374.512.751,06, pari al debito del Gruppo Risanamento di cui all'Indebitamento Finanziario Principale riconducibile a ISP e al Finanziamento Soci, il quale verrà accollato dal Fondo a titolo di pagamento di una porzione dell'intero prezzo (euro 648.000.000) dovuto in favore di Risanamento per il Trasferimento dei Lotti Nord;

(b) il più alto tra il patrimonio netto consolidato della Società al 31 dicembre 2022 (ultimo stato patrimoniale approvato) e la capitalizzazione a detta data è la capitalizzazione, pari a Euro 201.334.385.

Pertanto, il rapporto tra controvalore dell'operazione e la capitalizzazione al 31 dicembre 2022 (pari a 186,02%) è superiore al 5%, come previsto dall'Allegato B della Procedura OPC della Società. 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".

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 esaminata dal Comitato Parti Correlate, da ultimo nella riunione del 17 marzo 2023, il quale, sulla base delle informazioni e della documentazione ad esso fornite e valutate nelle precedenti riunioni del 13 e 15 marzo 2023, ha espresso, all'unanimità, il proprio motivato parere favorevole (qui allegato *sub* Allegato 1). In tale sede, 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, esprimendo un parere positivo sulla convenienza per la Società dell'Operazione nel suo complesso, in considerazione dell'azzeramento dell'indebitamento del Gruppo per effetto dell'Operazione medesima, dei relativi effetti positivi sulla continuità aziendale della Società e del conseguente *derisking* del Gruppo (tenendo anche presente la situazione di elevata incertezza che connota l'attuale contesto internazionale) nonché considerando il mantenimento delle *chance* di partecipare al rendimento complessivo dell'Operazione attraverso le quote del Fondo assegnate e del ricevimento da parte del Fondo del Corrispettivo in Denaro per realizzare le Opere di Bonifica.

Ai fini del rilascio del summenzionato parere, il Comitato ha acquisito il 17 marzo 2023 il parere dell'esperto indipendente Prof. Mario Massari (rilasciato a beneficio del Consiglio di Amministrazione e del Comitato OPC stesso) sulla convenienza della complessiva Operazione volta al realizzo dell'area denominata Santa Giulia con conseguente *deleveraging* del Gruppo Risanamento e sulla congruità del prezzo del trasferimento dell'Area Milano Santa Giulia, che su tale ultimo aspetto così conclude: "la valorizzazione dell'area S. Giulia assunta nello schema dell'Operazione si colloca nell'intorno della stima del valore di mercato dell'area stessa. La predetta stima, in base ai documenti consultati, è stata ottenuta utilizzando le metodologie raccomandate dagli standard setter internazionali e quindi allineate alla prassi professionale più accreditata."

L'Operazione con Parti Correlate, in data 21 marzo 2023, è stata quindi sottoposta all'esame e approvazione da parte del Consiglio di Amministrazione di Risanamento (nonché della controllata MSG) il quale dopo

attenta disamina e dopo aver svolto le proprie finali 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 di Risanamento (nonché della controllata MSG) del 21 marzo 2023 erano presenti tutti i componenti del Consiglio di Amministrazione in carica a tale data. La delibera consiliare è stata assunta con il voto favorevole di tutti i Consiglieri presenti e votanti.

Sia in occasione delle riunioni 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 alle motivazioni strategiche, industriali e finanziarie della stessa, oltre che in merito al più ampio contesto operativo del Gruppo.

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

Milano, 28 marzo 2023

Risanamento S.p.A.

Firmato Claudio Roberto Calabi

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 (l'"Operazione") descritta nel successivo paragrafo 1.

1. DESCRIZIONE DELL'OPERAZIONE

L'Operazione si colloca in un più ampio contesto volto - nell'ambito di un piano che assicuri l'equilibrio economico finanziario del Gruppo Risanamento ex art. 56 del codice della crisi d'impresa e dell'insolvenza ("CCI") - alla valorizzazione dell'iniziativa di sviluppo Milano Santa Giulia a valori in linea con il fair value (nonché con il book value) mediante:

- (i) 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 sia all'attività di bonifica dell'area di intervento sia alla realizzazione delle opere infrastrutturali legate all'evento olimpico di cui alla nota convenzione urbanistica stipulata in data 16 giugno 2022 e, al contempo,
- (ii) l'integrale esdebitazione del Gruppo Risanamento dal proprio indebitamento finanziario (l'"Indebitamento Finanziario") nei confronti di Intesa San Paolo S.p.A. ("ISP"), Unicredit S.p.A. ("Unicredit"), Banco BPM S.p.A. ("Banco BPM") e Banca Monte dei Paschi di Siena ("MPS"), o loro aventi causa¹ (complessivamente i "Creditori"), che alla data del 31 dicembre 2022 risulta pari a circa euro 566 milioni (l'"Operazione" o "Project Starfighter").

In particolare, a seguito dell'oggettiva necessità di rimodulare in maniera significativa gli accordi previsti dal PDA 2017 sottoscritto con il Gruppo Lendlease ("LendLease") a causa dell'accelerazione temporale allo sviluppo del progetto Milano Santa Giulia imposta dall'evento olimpico Milano-Cortina 2026, sin dal giugno 2022 sono state avviate con Lendlease e i Creditori le complesse negoziazioni volte alla definizione dell'Operazione, come più dettagliatamente di seguito descritta.

Struttura ed i principali step dell'Operazione:

1. fusione ex art. 2505 c.c. di Milano Santa Giulia S.p.A. ("MSG") in Risanamento S.p.A. ("Risanamento"), al fine di consolidare in capo ad un unico soggetto, *inter alia*, l'intero indebitamento finanziario del Gruppo Risanamento verso i Creditori e l'intera area costituente i c.d. Lotti Nord del progetto Milano Santa Giulia (la "Fusione");
2. costituzione - da parte di Lendlease Italy SGR S.p.A. - di un fondo comune di investimento alternativo di tipo chiuso (il "Fondo");
3. successivamente alla predetta Fusione, trasferimento da parte di Risanamento dell'intera area relativa ai c.d. Lotti Nord² del progetto Milano Santa Giulia (il "Trasferimento dei Lotti Nord"), - da realizzarsi in due fasi successive, la prima consistente nella costituzione del diritto di superficie sulle porzioni fondiarie dell'area (pari a circa 385.091 mq) e la seconda avente ad oggetto la vendita della proprietà dell'area -, per il corrispettivo di euro 648 milioni (valore in linea con il relativo il fair value (nonché con il book value) in favore del Fondo, da corrispondersi come segue:

¹ In data 17 marzo 2023 Unicredit S.p.A. ha comunicato alla Società di aver ceduto i propri crediti al fondo "BACK2BONIS" gestito da Prelios SGR S.p.A., la quale a sua volta ha confermato la propria intenzione di acquistare e di partecipare all'Operazione.

² Ad eccezione del c.d. Lotto Arena

- (a) una porzione del suddetto corrispettivo complessivo, mediante immediato accollo liberatorio - da parte del Fondo - contestualmente alla costituzione del diritto di superficie, (i) di una porzione dell'Indebitamento Finanziario, allo stato oggetto di moratoria ai sensi dell'Accordo di Moratoria e pari al 31 dicembre 2022 a euro 529 milioni circa (l'**"Indebitamento Finanziario Principale"**); e della residua porzione dell'Indebitamento Finanziario derivante dal finanziamento soci concesso da ISP in favore di Risanamento ai sensi del contratto di finanziamento sottoscritto in data 29 luglio 2022 tra ISP, in qualità di finanziatrice, e Risanamento, in qualità di prenditrice (pari a circa euro 3.637 milioni) (il **"Finanziamento Soci"**);
- (b) quanto alla residua porzione del suddetto corrispettivo - dedotti euro 10 milioni corrisposti da Lendlease ai sensi del Project Development Agreement del 2017, in denaro da versarsi in favore di Risanamento (il **"Corrispettivo in Denaro"**), a certi termini e condizioni, secondo tempistiche in linea con le esigenze finanziarie di Risanamento relative allo stato di avanzamento dei lavori connessi alle attività di bonifica;
4. successivamente al predetto accollo liberatorio, compensazione dei debiti in capo al Fondo nei confronti dei Creditori relativi a (a) l'Indebitamento Finanziario Principale e (b) il Finanziamento Soci, con i corrispondenti debiti dei Creditori nei confronti del Fondo derivanti dalla sottoscrizione delle quote del medesimo Fondo, e più precisamente: (i) quanto alla sola ISP, quote di categoria A1 per un importo pari al debito del Finanziamento Soci, e (ii) quanto ai Creditori, quote di categoria B2 per un importo corrispondente al debito residuo;
5. versamento - da parte di un investitore terzo riconducibile a LL, di un importo in denaro, funzionale alla liberazione di quote di Categoria A2 e versamento da parte di Risanamento di un importo (non significativo) in denaro - funzionale alla liberazione quote di Categoria C. Le quote di categoria C daranno il diritto a Risanamento di ottenere il 50% dei flussi di cassa del Fondo residui dopo la distribuzione dei flussi stessi alle altre categorie di quote;
7. prosecuzione - da parte di Risanamento attraverso terzi appaltatori - delle attività di bonifica e di riempimento relative all'area di intervento, nonché delle attività funzionali alla realizzazione delle opere infrastrutturali legate all'evento olimpico (la cui realizzazione è stata garantita da MSG mediante le fidejussioni emesse da UnipolSai S.p.A. in data 20 dicembre 2022 e consegnate al Comune di Milano in pari data), previste dalla suddetta convenzione urbanistica, il tutto in un arco temporale di circa 3 anni, ricevendo dal Fondo gli importi necessari per il completamento delle opere da realizzare.

I termini e le condizioni dell'Operazione sono disciplinati nella bozza di *term sheet* vincolante del General Framework Agreement ("**GFA TS**"), mentre, nella bozza di *term sheet* vincolante del Development Framework Agreement e nella bozza del *term sheet* del finanziamento del Fondo sono disciplinati i termini e le condizioni, sia degli impegni assunti dal Gruppo Risanamento nei confronti del Fondo di bonificare e infrastrutturare l'Area Santa Giulia, sia degli impegni assunti dal Gruppo Lendlease affinché il Fondo corrisponda a Risanamento i dovuti importi.

L'esecuzione dell'intera Operazione (compresa l'esecuzione della fusione di MSG in Risanamento) è subordinata all'attestazione del piano finanziario del Gruppo Risanamento ex art. 56 del codice della crisi d'impresa e dell'insolvenza ("**CCI**"), nonché (ii) a ulteriori condizioni sospensive usuali per questo tipo di operazioni.

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

Il Comitato OPC ha preso atto:

- che l'art. 12.3.1 delle Procedure per le Operazioni con Parti Correlate adottate dalla Società stabilisce: *“Fermi gli obblighi di informativa previsti dal successivo art. 14, nei termini e con le modalità ivi indicati, le operazioni compiute con o tra società controllate, anche congiuntamente, nonché le operazioni con società collegate sono escluse dall'applicazione del Regolamento Consob OPC e delle Procedure Risanamento OPC”*;
- che ai sensi dell'Allegato A delle Procedure per le Operazioni con Parti Correlate adottate dalla Società *“Un'operazione con una parte correlata è un trasferimento di risorse, servizi o obbligazioni tra una società e una parte correlata, indipendentemente dal fatto che sia stato pattuito un corrispettivo [IAS 24, paragrafo 9]”*;
- nell'ambito dell'Operazione, come sopra illustrata, si prevede che Risanamento/MSG trasferisca il proprio asset Milano Santa Giulia (eccezion fatta per il c.d. lotto Arena) al Fondo per un prezzo da corrisponderci (in parte) mediante accollo liberatorio da parte di quest'ultimo del debito del Gruppo Risanamento verso, inter alia, ISP. In tale contesto, considerando che (i) attraverso l'Operazione l'Indebitamento Finanziario Principale e il Finanziamento Soci viene interamente assunto dal Fondo, (ii) a seguito del relativo accollo, ISP sottoscriverà quote del Fondo medesimo, estinguendo il debito da sottoscrizione delle relative quote mediante compensazione con l'Indebitamento Finanziario Principale e il Finanziamento Soci e divenendo così quotista del Fondo stesso, e, in generale (iii) l'Operazione può trovare compimento anche in ragione della partecipazione di ISP alla stessa, il Consiglio di Amministrazione nell'esame del rapporto di correlazione ha rivolto la propria attenzione alla sostanza del rapporto e non semplicemente alla sua forma giuridica IAS 24, paragrafo 10;

Pertanto, il Comitato ha ritenuto in via prudenziale, in un'ottica di massima trasparenza al mercato e in considerazione della significativa portata dell'operazione, di applicare alla stessa e in particolare all'operazione di Trasferimento dei Lotti Nord, la disciplina in materia di operazioni con parti correlate, anche se i vari step dell'Operazione e detto trasferimento non prevedano come controparte diretta parti correlate di Risanamento.

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 supera la soglia del 5% individuata nell'allegato 3 del Regolamento Consob 17221/2010.

Più precisamente, l'indice di rilevanza considerato è quello del controvalore, intendendosi come tale il rapporto tra il controvalore dell'operazione e il patrimonio netto tratto dal più recente stato patrimoniale consolidato pubblicato dalla Società 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).

Nel caso di specie:

(a) il controvalore dell'Operazione con Parti Correlate è ad oggi rappresentato da euro 374.512.751,06, pari al debito del Gruppo Risanamento di cui all'Indebitamento Finanziario Principale riconducibile a ISP e al Finanziamento Soci, il quale verrà accollato dal Fondo a titolo di pagamento di una porzione dell'intero prezzo (euro 648.000.000) dovuto in favore di Risanamento per il Trasferimento dei Lotti Nord;

(b) il più alto tra il patrimonio netto consolidato della Società al 31 dicembre 2022 (ultimo stato patrimoniale approvato) e la capitalizzazione a detta data è la capitalizzazione, pari a euro 201.334.385.

Pertanto, il rapporto tra controvalore dell'operazione e la capitalizzazione al 31 dicembre 2022 (pari a 186,02%%) è superiore al 5%, come previsto dall'Allegato B della Procedura OPC della Società. 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".

4. INFORMAZIONI E DOCUMENTAZIONE ANALIZZATA

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

- Bozza dei term-sheet vincolanti che disciplinano gli accordi denominati (i) General Framework Agreement "GFA" tra i Creditori, il Gruppo Risanamento e Lendlease, e (ii) Development Framework Agreement ("DFA") tra Gruppo Risanamento e Lendlease;
- Bozza del piano industriale finanziario del Gruppo, anch'esso in fase di ultima redazione, che una volta approvato dal Consiglio di Amministrazione sarà messo a disposizione - ex Articolo 56 Codice della crisi d'impresa e dell'insolvenza (D.lgs. 12 gennaio 2019, n. 14) - per l'attestazione da parte di un professionista esterno alla società della veridicità dei dati aziendali e della fattibilità del piano di risanamento;
- Parere sulla "correttezza del processo decisionale adottato da Risanamento S.p.A per la realizzazione dello sviluppo immobiliare, avente a oggetto i Lotti Nord dell'area di Milano Santa Giulia" e sua integrazione reso in data 28 luglio 2022 e 9 marzo 2023 in favore della Società e del Comitato OPC dal Prof. Vincenzo Mariconda (allegato 1);
- Parere "sulla convenienza della complessiva operazione volta al realizzo dell'area denominata Santa Giulia con conseguente *deleveraging* del Gruppo Risanamento e sulla congruità del prezzo del trasferimento dell'area al Fondo" reso in data 17 marzo 2022 in favore della Società e del Comitato OPC dall'esperto indipendente Prof. Mario Massari (allegato 2);
- Il costante flusso informativo e documentale ricevuto dal Consiglio di Amministrazione.

5. FASE ISTRUTTORIA – CORRETTEZZA PROCEDURALE

Durante la fase istruttoria il Comitato OPC ha potuto acquisire le informazioni e la documentazione in corso di formazione via via disponibile con un coinvolgimento costante.

Successivamente ad una prima illustrazione dell'ipotizzata Operazione nel corso del Consiglio di Amministrazione del 24 maggio 2022, il Comitato si è riunito in data 12 luglio 2022 per analizzare l'operazione di Finanziamento Soci (cui al documento informativo disponibile al seguente link <http://www.risanamentospa.com/procedure/parti-correlate/documento-informativo-opc-di-maggiore-rilevanza-3-agosto-2022/>) ed in data 27 luglio 2022 per l'emissione del relativo parere. In tale sede il Finanziamento Soci è stato valutato collocandolo nello scenario, allora ancora in corso definizione, volto ad individuare i principali termini e condizioni della complessiva Operazione sopra descritta.

In seguito, il Comitato OPC ha ricevuto un costante aggiornamento sull'Operazione dal Consiglio di Amministrazione, nel corso di molteplici riunioni (indicativamente 2/mese).

Infine, nelle riunioni del 13, 15 marzo 2023 il Comitato OPC ha potuto analizzare la documentazione contrattuale più prossima alla versione definitiva, esprimendo le proprie considerazioni preliminari sull'interesse della Società al compimento dell'Operazione e sulla convenienza e corretta sostanziale delle condizioni applicate. La valutazione si è concentrata sia sulle informazioni ricevute sia sulle riflessioni originate dal dibattito tra gli amministratori della Società nel corso delle riunioni del Consiglio.

Da ultimo, all'esito di tali valutazioni questo Comitato, confermata la correttezza dell'Operazione dal punto di vista procedurale, nella riunione in data 17 marzo 2023, acquisito anche il parere dell'esperto indipendente Prof. Massari, ha rilasciato il presente motivato parere.

6. INTERESSE DELLA SOCIETA' AL COMPIMENTO DELL'OPERAZIONE – CONVENIENZA E CORRETTEZZA SOSTANZIALE

In merito all'interesse della società al compimento dell'Operazione nel suo complesso e del Trasferimento dei Lotti Nord in particolare, il Comitato OPC rileva quanto segue:

- l'Operazione persegue innanzitutto l'obiettivo dichiarato, e già da tempo annunciato al mercato, di valorizzazione del principale *asset* di sviluppo del Gruppo (l'iniziativa Milano Santa Giulia) in coerenza con (ed in adempimento de) gli accordi sottoscritti con il Gruppo Lendlease nel 2017 (“**PDA 2017**”) e con la successiva oggettiva necessità di rimodulare detti accordi in maniera significativa a causa dell'accelerazione temporale allo sviluppo del progetto imposta dall'evento olimpico Milano-Cortina 2026; restano immutati i rispettivi impegni originariamente assunti dalle parti, relativi, per quanto concerne il Gruppo Risanamento, sia all'attività di bonifica dell'area di intervento sia della realizzazione delle opere di urbanizzazione c.d. “olimpiche” e, per quanto concerne il Gruppo Lendlease, lo sviluppo verticale del progetto;
- l'operazione consente di liberare il Gruppo Risanamento dal proprio attuale intero indebitamento nei confronti dei Creditori, circostanza che permette alla Società una significativa moderazione del rischio di impresa, in particolare sotto il profilo temporale e della continuità aziendale (tenendo anche presente la situazione di elevata incertezza che connota l'attuale contesto internazionale);
- l'Operazione permette quindi una stabilizzazione della situazione finanziaria di Gruppo, anche nell'ottica della continuità aziendale, incidendo positivamente sulla posizione finanziaria netta consolidata della stessa che, all'esito dell'Operazione, si assesterà su un valore positivo rispetto ad Euro 567,4 milioni circa negativi al 31 dicembre 2022;
- quanto alla prosecuzione delle attività di bonifica e alla realizzazione delle opere infrastrutturali legate all'evento olimpico, in adempimento agli obblighi assunti nei confronti degli Enti pubblici ai sensi della Convenzione del 16 giugno 2022, la struttura dell'Operazione consente alla Società di potersi far fronte mediante:
 - (i) quanto alle prime, mediante le risorse rivenienti dal pagamento da parte del Fondo in favore di Risanamento, del Corrispettivo in Denaro;
 - (ii) quanto alle seconde, mediante un contributo in denaro che il Fondo verserà, sulla base dello stato di avanzamento dei lavori, in favore del Gruppo Risanamento per la realizzazione delle suddette opere infrastrutturali;
- non può poi trascurarsi (i) il significativo risparmio di spesa atteso dall'Operazione con riferimento ai costi annuali per gli oneri finanziari, che sarebbero maturati nell'arco di sviluppo dell'iniziativa (10

anni) secondo l'originaria struttura del PDA 2017, nonché (ii) la circostanza che la Società migliorerà la valutazione del proprio merito di credito e conseguentemente le proprie possibilità di accesso al sistema bancario, pur tenendo conto in generale della oggettiva contrazione della quantità di credito offerta a beneficio delle società che operano in particolare nel settore dello sviluppo immobiliare;

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

- la valorizzazione di S. Giulia assunta nello schema dell'Operazione si colloca nell'intorno della stima del valore di mercato dell'area stessa (in linea anche con il *book value*);
- l'Operazione comporta un derisking della società, e ciò è tanto più rilevante nel contesto di elevata incertezza riferibile alle conseguenze dirette e indirette dei cambiamenti geopolitici in atto e ai relativi profili temporali;
- l'Operazione consente di mantenere delle *chance* di partecipare al rendimento complessivo dell'Operazione stessa attraverso le quote C del Fondo assegnate.

7. CONCLUSIONI

Sulla base delle precedenti considerazioni, il Comitato OPC:

- ritenuto l'interesse e della convenienza 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, della sua convenienza, ritenendo altresì 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.

Milano, 17 marzo 2023

Firmato Dott.ssa Giulia Pusterla, Presidente

Firmato Dott.ssa Antonia Maria Negri Clementi

Firmato Dott. Paolo Baessato

**MARICONDA E ASSOCIATI
STUDIO LEGALE**

via Cerva n. 8 - 20122 MILANO
tel. 02.795212
mail: segreteria@studiomariconda.com

Spettabile

Risanamento S.p.A.

Via Bonfadini n. 148

20138, Milano (MI)

Egregio Signore

Dott. Claudio Calabi

Presidente del consiglio di amministrazione

via e-mail:

volpato@risanamentospa.it

calabi@risanamentospa.it

Milano, 28 luglio 2022

OGGETTO: Progetto Milano Santa Giulia

Spettabile Società,

ci è stato chiesto di esprimere un parere sulla «*correttezza del processo decisionale*» adottato da Risanamento S.p.A. (“Risanamento” o la “Società”) per la realizzazione dello sviluppo immobiliare, avente a oggetto i Lotti Nord dell’area di Milano Santa Giulia (anche solo l’“Area”; il “Progetto” o la “Operazione”).

Da quanto ci è stato riferito, l’Operazione dovrebbe essere inserita nell’ambito di un piano attestato di risanamento *ex art. 56* del Codice della crisi d’impresa e dell’insolvenza (d’ora in poi, solo il “c.i.i.”) ed essere articolata in più fasi, nel loro complesso volte a tutelare l’interesse del Gruppo Risanamento, sotto diversi e concorrenti profili (il “Gruppo”).

In particolare, a quanto ci risulta, il Progetto è volto:

- in primo luogo, a realizzare il deconsolidamento contabile e prudenziale delle esposizioni vantate da Intesa San Paolo S.p.A., Banco BPM S.p.A. e UniCredit S.p.A. (congiuntamente, le “Banche”) nei confronti del Gruppo, pari attualmente a circa euro 522 milioni;

- in secondo luogo, a modificare, in senso migliorativo per il Gruppo Risanamento, i termini e le condizioni stabilite nell’accordo del 1° novembre 2017 (il Project Development Agreement; anche solo il “PDA”), che è stato concluso tra

**MARICONDA E ASSOCIATI
STUDIO LEGALE**

via Cerva n. 8 - 20122 MILANO
tel. 02.795212
mail: segreteria@studiomariconda.com

Risanamento, Milano Santa Giulia S.p.A. ("MSG") e MSG Residenze S.r.l.¹ da una parte e alcune società del gruppo riconducibile a Lendlease (Lendlease MSG North S.r.l. e Lendlease Europe Holdings Limited) dall'altra parte, per la bonifica e, più in generale, la riqualificazione dell'Area;

- in terzo luogo, a ottenere le risorse necessarie per dare attuazione agli obblighi assunti da MSG nei confronti del Comune di Milano con l'Atto Integrativo dell'Accordo di Programma e la relativa Convenzione Urbanistica del 16 giugno u.s.

Anticipiamo subito che il quesito che ci è stato sottoposto implica un duplice fronte di indagine, giacché richiede di valutare se l'Operazione può essere realizzata dal Consiglio di Amministrazione senza coinvolgere i soci nel processo decisionale, e ciò anche – ma non solo – alla luce dei principi e delle regole che disciplinano le operazioni tra parti correlate nel contesto del Gruppo.

Una volta esaminate le questioni giuridiche appena indicate sarà possibile stabilire se, nel caso di specie, il processo decisionale seguito da Risanamento sia o no conforme alla normativa primaria e secondaria di settore, nonché alle disposizioni dello statuto di Risanamento (lo "Statuto").

Prima però, per rendere più chiare le conclusioni cui siamo pervenuti, riteniamo necessario soffermarci sul contenuto delle singole operazioni che la Società ha in programma di perfezionare, per come esse ci sono state descritte, anche col supporto della documentazione che ci è stata trasmessa e che, per completezza, indichiamo di seguito:

- verbale del consiglio di amministrazione di Risanamento (il "CdA") del 4.05.2022;
- verbale del CdA del 24.05.2022;
- verbale del CdA del 10.06.2022;
- verbale del CdA del 29.06.2022;
- bozza del c.d. Progetto Starfighter del 6.06.2022, per la discussione in sede consiliare;
- bozza del progetto di fusione per incorporazione di MSG in Risanamento;
- statuto della Società;

¹ Successivamente incorporata in MSG.

**MARICONDA E ASSOCIATI
STUDIO LEGALE**

via Cerva n. 8 - 20122 MILANO
tel. 02.795212
mail: segreteria@studiomariconda.com

- Procedure relative alle operazioni con Parti correlate di Risanamento (d'ora in poi, "Procedure OPC di Risanamento");

- bozza preliminare del *business plan* di MSG;

- bozza preliminare del *term sheet* del 13.07 u.s.;

- testo del PDA del 1°.11.2017.

1. - Una sintetica ricostruzione in fatto della Operazione.

1.1. Risanamento si occupa della *«promozione e [del]lo sviluppo di attività immobiliari ivi compresa la costruzione, la compravendita, la permuta, l'affitto, la locazione esclusa quella finanziaria, il comodato di immobili ed aree; la valorizzazione urbanistica e territoriale, la gestione di patrimoni immobiliari e la conduzioni di immobili, opere ed impianti»*.

Il capitale sociale di Risanamento, pari a euro 197.951.784,08, è suddiviso in n. 1.800.844.234 azioni ordinarie, nominative, liberamente trasferibili e prive di valore nominale espresso, negoziate sul mercato "Euronext Milan" organizzato e gestito da Borsa Italiana S.p.A.

Unicredit S.p.A. e Intesa San Paolo S.p.A. ("Unicredit" e "Intesa"; nell'insieme, le "Banche Socie") detengono partecipazioni rilevanti rispettivamente pari al 22,231% e al 48,878% del capitale sociale di Risanamento.

1.2. Il 27.04.2022, l'assemblea dei soci di Risanamento ha approvato il bilancio di esercizio relativo all'esercizio 2021, che ha registrato una perdita di euro 5.280.336,42; perdita che l'assemblea della Società ha deliberato di rinviare a nuovo.

1.3. In questo contesto, si inserisce l'Operazione cui abbiamo fatto cenno nella premessa, che, nel progetto di Risanamento, si snoda in diverse fasi, strettamente interconnesse tra loro e consistenti:

1. nella erogazione, da parte di Intesa, di un finanziamento soci dell'importo di euro 36 milioni, destinato a coprire il fabbisogno a breve termine del Gruppo Risanamento ("Finanziamento Soci");

2. nel perfezionamento della fusione semplificata di MSG in Risanamento, ai sensi dell'art. 15 dello Statuto, *«così da concentrare in un unico soggetto la titolarità del terreno e l'obbligo di rimborsare l'intero Debito Esistente e il Debito da Finanziamento Soci»* (testualmente, il "*memo structuring*"; la "Fusione");

3. nel trasferimento da parte di Risanamento in favore di un fondo immobiliare costituito da Lendlease Italy S.G.R. S.p.A. (il "Fondo") dell'Area, a valori in linea con il relativo *book value*, pari a circa euro 643 milioni. Più nello specifico, stando alla

**MARICONDA E ASSOCIATI
STUDIO LEGALE**

via Cerva n. 8 - 20122 MILANO
tel. 02.795212
mail: segreteria@studiomariconda.com

documentazione che ci è stata trasmessa e alle informazioni ricevute, Risanamento si impegna a trasferire al Fondo:

- il diritto di superficie sui terreni immediatamente, a fronte di un corrispettivo che il Fondo corrisponderà (i) in parte, tramite l'accollo liberatorio dei debiti del Gruppo Risanamento verso le Banche e i Soci (per un importo complessivo di circa euro 556 milioni); e (ii) in altra parte, tramite l'offerta a Risanamento di quote C del Fondo, per un valore nominale di euro 100.00,00; e
- la nuda proprietà, a un prezzo di euro 77 milioni, a condizione che Risanamento completi la bonifica dell'Area e ottenga i c.d. "Remediation Certificates" (condizioni che dovranno verificarsi entro una data limite che le parti devono ancora concordare).

Peraltro, stando agli accordi in essere tra le parti, il Fondo dovrà anticipare a Risanamento il prezzo di acquisto della nuda proprietà, attingendo alla finanza erogata dalle Banche (per un importo massimo di euro 159 milioni), finanza che dovrà essere investita anche nella edificazione – da parte della Società – delle opere infrastrutturali-olimpiche (come previsto dalla convenzione urbanistica stipulata tra MSG e le autorità regionali competenti lo scorso 16 giugno²);

4. nella cessione al Fondo, da parte delle Banche e di Intesa, dei crediti vantati nei confronti di Risanamento (a titolo di indebitamento finanziario e di Finanziamento Soci), a fronte di un corrispettivo costituito dalle quote "B" e "A2" del Fondo stesso.

1.5. Rispetto alla operazione di Fusione cui si è fatto cenno *sub* 2., è opportuno precisare sin da ora che l'art. 15 dello Statuto di Risanamento prevede la competenza esclusiva del consiglio di amministrazione nei casi disciplinati dagli artt. 2505 e 2505 *bis* c.c., e quindi anche nell'ipotesi – rilevante nella fattispecie – di incorporazione di società interamente partecipata (MSG).

Quanto, invece, all'organo chiamato a deliberare sul compimento dell'Operazione, secondo quanto ci è stato rappresentato, esso dovrebbe essere il consiglio di amministrazione di Risanamento e di MSG.

² Nel comunicato stampa reperibile sul sito internet di Risanamento, si legge che la firma della c.d. Convenzione di Variante «rappresenta l'avvio della fase attuativa del progetto di Variante partendo con la progettazione esecutiva e la costruzione delle opere urbanistiche e infrastrutturali previste dal progetto di sviluppo dell'area e specificatamente le opere legate all'evento delle Olimpiadi Milano Cortina 2026».

**MARICONDA E ASSOCIATI
STUDIO LEGALE**

via Cerva n. 8 - 20122 MILANO
tel. 02.795212
mail: segreteria@studiomariconda.com

1.6. Tanto chiarito sul piano del fatto, occorre soffermarci brevemente sui profili di diritto, cui abbiamo accennato in premessa, e cioè:

- (i) l'individuazione dell'organo competente a decidere l'Operazione (par. 2), e ciò anche (ma non solo) tenuto conto della
- (ii) disciplina delle operazioni infragruppo e/o con parti correlate (par. 3).

2. – Sull'organo competente a decidere l'Operazione secondo i principi generali in materia di distribuzione del potere decisionale all'intero delle s.p.a. (con sistema tradizionale): cenni.

2.1. Va premesso che la riforma del diritto societario attuata con il d.lgs. del 17 gennaio 2003, n. 6 ha profondamente inciso sui principi cardine in tema di amministrazione della società per azioni, attribuendo «*in via esclusiva*» all'organo di gestione il dovere di compiere le operazioni necessarie per l'attuazione dell'oggetto sociale (art. 2380 *bis*, 1° comma, c.c.)³ e, sostanzialmente, relegando le competenze dell'assemblea a quanto previsto dagli artt. 2364 e 2365 c.c. o, comunque, alle ulteriori materie attribuite ai soci da altre norme di legge⁴.

In tale solco, si è inserito il c.i.i., che ha senz'altro contribuito a rafforzare il principio di esclusività della gestione dell'organo di amministrazione, non solo tramite l'estensione del dovere degli amministratori di predisporre «*assetti organizzativi, amministrativi e contabili adeguati alla natura e alle dimensioni dell'impresa*»⁵ a tutti i tipi sociali; ma anche attraverso la previsione – particolarmente significativa, rispetto al caso che ci occupa – secondo cui «*l'accesso a uno strumento di regolazione della crisi e dell'insolvenza è deciso, in via esclusiva, dagli amministratori unitamente al contenuto della proposta e alle condizioni del piano*» (cfr. art. 120 *bis*, c.i.i.)⁶.

³ È stato detto che l'art. 2380 *bis* c.c., rappresenta «*una delle norme più ricche di implicazioni per la stessa ricostruzione delle caratteristiche tipologiche della società per azioni*», tanto più se raffrontata con il tipo s.r.l. (così, GUIZZI, *Riflessioni intorno all'art. 2380-bis c.c.*, in *Società, Banche e crisi di impresa*. Liber Amicorum Pietro Abbadessa, diretto da M. Campobasso – Cariello – Di Cataldo – Guerrera – Sciarrone Alibrandi, Torino, 2014, 1043).

⁴ Che al n. 5) prevede che all'assemblea dei soci possa essere attribuita una competenza autorizzativa dallo statuto; sulla natura e sulla vincolatività del diniego eventualmente espresso dai soci al compimento di un'operazione gestoria, cfr., *ex multis*, PORTALE, *Rapporti fra assemblea e organo gestorio nei sistemi di amministrazione*, in *Il nuovo diritto delle società*, Liber Amicorum G. F. Campobasso, Torino, 2006, 25 ss.; Briolini, *Gli strumenti di controllo degli azionisti di minoranza sulla gestione*, in *Amministrazione e controllo nel diritto delle società*. Liber Amicorum Antonio Piras, Torino, 2010, 16 ss.

⁵ Là dove la adeguatezza riguarda anche la capacità degli assetti di rilevare tempestivamente lo stato di crisi (art. 2086, 2° comma, c.c.).

⁶ Norma da ultimo modificata con il d.lgs. 27 giugno 2022, n. 83.

Peraltro, per completezza, e ai fini che qui rilevano, segnaliamo che, stando a quanto si legge nel c.i.i., sono «*strumenti di regolazione della crisi*» le «*misure, gli accordi e le procedure volti al risanamento dell'impresa attraverso la modifica della composizione, dello stato o della struttura delle sue attività e passività o del capitale, oppure volti alla*

**MARICONDA E ASSOCIATI
STUDIO LEGALE**

via Cerva n. 8 - 20122 MILANO
tel. 02.795212
mail: segreteria@studiomariconda.com

2.2. D'altra parte, non possiamo fare a meno di notare che il principio di esclusivo affidamento agli amministratori della gestione dell'impresa sociale è temperato, anche nel contesto delle s.p.a., tramite la previsione di alcune (poche) eccezioni⁷; eccezioni, a fronte delle quali una parte della dottrina⁸ (e della

liquidazione del patrimonio, o delle attività che, a richiesta del debitore, possono essere preceduti dalla composizione negoziata della crisi (art. 2, lett. m-bis). Tra i primi contributi specificamente dedicati ai piani attestati di risanamento, FABIANI, *Il piano attestato di risanamento dopo il codice della crisi*, in *Foro it.*, 2020, 93 ss.; ZORZI, *Piani di risanamento e accordi di ristrutturazione nel codice della crisi*, in *Fall.*, 2019, 993; NARDECCHIA, *Il piano attestato di risanamento nel codice*, *Fall.*, 2020, 5 ss.; VATTERMOLI, *I piani attestati di risanamento e gli accordi di ristrutturazione dei debiti di gruppo*, in *Riv. dir. comm.*, 519 ss.

⁷ Anzitutto nell'ambito delle società a responsabilità limitata (là dove, come noto, l'art. 2479, 1° comma, n. 5) c.c. riserva alla competenza dei soci la decisione di compiere operazioni che comportano una sostanziale modificazione dell'oggetto sociale o una rilevante modificazione dei diritti dei soci), ma anche nella regola stabilita dall'art. 2361 c.c. per le s.p.a., in materia di acquisto di partecipazioni sostanzialmente modificative dell'oggetto sociale o comportanti una responsabilità illimitata. Dopotutto, la stessa disciplina contenuta agli artt. 2497 ss. c.c. presuppone (se non proprio una deroga, quantomeno) una compressione della esclusività della gestione in capo agli amministratori, posto che, se (come pare doversi fare) si parte dal presupposto che l'esercizio dell'attività di direzione e coordinamento ha carattere fisiologico e non patologico, si deve ammettere che la gestione degli amministratori delle società eterodirette subisce la influenza della holding (in giurisprudenza, cfr. Trib. Cagliari, 14 aprile 2011, in *Giur. comm.*, 2013, II, 687 ss., con nota di Rivaro).

⁸ Tra i numerosi autori che si sono occupati del tema, si vedano CALANDRA BUONAURA, *Gestione dell'impresa e competenze dell'assemblea nella società per azioni*, Milano, 1985; ID., *I modelli di amministrazione e controllo nella riforma del diritto societario*, in *Giur. comm.*, 2003, I, 535 ss.; ID., *L'amministrazione della società per azioni nel sistema tradizionale*, in *Trattato di diritto commerciale*, V. Buonocore (fondato da), R. Costi (diretto da), 4.4.6, Torino, 2019; PINTO, *Brevi osservazioni in tema di deliberazioni assembleari e gestione dell'impresa nella società per azioni*, in *Riv. dir. impr.*, 2004, 439 ss.; MAUGERI, *Sulle competenze «implicite» dell'assemblea nelle società per azioni*, op. cit., 91 ss.; ID., *Formazione del gruppo e diritti dei soci*, in *Riv. dir. comm.*, 2007, I, 267 ss.; ABBADESSA – MIRONI, *Le competenze dell'assemblea nelle s.p.a.*, in *Riv. soc.*, 2010, spec. 301 ss.; SPOLIDORO, *La tutela dei soci di minoranza e dei creditori della holding nella nuova disciplina delle società di capitali*, in *Scritti in onore di Vincenzo Buonocore*, vol. III, Giuffrè, 2005, 3897 ss.; DE LUCA, *Da "Holzmüller e Gelatine" a "Bulli e Pupa". Competenze implicite dell'assemblea e limiti legali ai poteri degli amministratori nelle società di capitali*, nota a Trib. Piacenza, 14 marzo 2016, in *Bbt*, 2017, II, p. 377 ss.; PORTALE, DE LUCA, *Interessi primordiali degli azionisti e competenze implicite dell'assemblea*, in *Riv. dir. comm.*, 2020, 39 ss.; in giurisprudenza, cfr. la recente ordinanza del Trib. Roma, 1° aprile 2019, in *Bbt*, 2019, II, 757 ss., con nota di PORTALE, DE LUCA, *Il sovrano non ha abdicato. Interessi primordiali degli azionisti e competenze implicite dell'assemblea*.

A ogni modo, come abbiamo accennato nella premessa, il tema è assai dibattuto e non vi è ancora oggi unanimità di vedute; tra i tanti che, pur ammettendo che il sistema attuale ha dei limiti, non aderiscono alla tesi delle competenze implicite dell'assemblea, ABBADESSA – MIRONI, *Le competenze dell'assemblea nelle s.p.a.*, op. cit., 336, spec. nota 165; ABBADESSA, *La competenza assembleare in materia di gestione nella s.p.a.: dal codice alla riforma*, in *Amministrazione e controllo nel diritto delle società*. Liber amicorum Antonio Piras, Torino 2010, pp. 7 ss., cui si deve, peraltro, la paternità dell'espressione "interessi primordiali", riportata dal francese *intérêt primordial*. L'Autore ha proposto una tesi differente rispetto a quella delle competenze implicite, ritenendo che nell'assumere decisioni gestorie di tale rilevanza, gli amministratori avrebbero dovuto devolvere la decisione all'assemblea, in ragione dell'obbligo di esecuzione secondo buona fede (ai sensi degli artt. 1375 e 1175 c.c.); GUIZZI, *Riflessioni intorno all'art. 2380-bis c.c.*, op. cit., 1048 ss.; SPOLIDORO, *La tutela dei soci di minoranza e dei creditori della holding nella nuova disciplina delle società di capitali*, op. cit., 3908 ss. il quale, pur contestando l'esistenza di un dovere generale degli amministratori di coinvolgere l'assemblea dei soci nelle vicende di formazione o accrescimento del gruppo, precisa che sussistono, in ogni caso, «limiti impliciti» dei poteri degli amministratori, limiti che l'Autore individua in quelle modifiche, «di fatto», delle determinazioni dell'atto costitutivo, per le quali è competente l'assemblea straordinaria.

MARICONDA E ASSOCIATI
STUDIO LEGALE

via Cerva n. 8 - 20122 MILANO
tel. 02.795212
mail: segreteria@studiomariconda.com

giurisprudenza) ha proposto⁹ una diversa sistemazione del riparto di competenze tra l'organo di gestione e l'assemblea dei soci, nel senso di escludere, a prescindere dalle previsioni legali o da quelle eventualmente inserite nello statuto ai sensi dell'art. 2364, 1° comma, n. 5) c.c., che gli amministratori possano assumere le decisioni che attengono o influiscono in modo significativo sui c.d. interessi primordiali dei soci¹⁰.

Quello delle competenze implicite dell'assemblea è un tema "classico" del nostro diritto societario, connesso alla non sempre facile distinzione tra atti gestori e atti organizzativi¹¹: la questione si sostanzia, in estrema sintesi, nella necessità (avvertita,

⁹ Sotto l'influenza dell'ordinamento tedesco e, più specificatamente, di due fondamentali decisioni del *Bundesgerichtshof* (BGH), e cioè quella nota sotto il nome di «*Holz Müller-Entscheidung*» (BGH, 25-2-1982) e quella più recente conosciuta sotto quello di «*Gelatine-Entscheidung*» (BGH, 26-4-2004), la quale ultima ha avuto il merito di aver precisato diverse questioni lasciate aperte dalla prima (pur avendone create delle altre). In entrambi i casi, le operazioni contestate e sulle quali il Tribunale è stato chiamato ad esprimersi, riguardavano complessi procedimenti di riorganizzazione del gruppo, realizzati tramite uno scorporo dell'azienda sociale (per un approfondita analisi della vicenda *Holz Müller-Entscheidung*, cfr. CERRAI, *Il controllo della formazione dei gruppi*, in AA.VV., *I gruppi di società*. Atti del convegno internazionale di studi, Venezia 16-17-18 novembre 1995, Milano, 1996, vol. II, 915 ss., spec. 931 ss.; per uno specifico commento sul caso *Gelatine-Entscheidung*, *ex multis*, MAUGERI, *Sulle competenze "implicite" dell'assemblea nella società per azioni*, in *RDS*, 2007, 86). In quello più recente i giudici chiariscono, da un lato, che in relazione ad operazioni che la legge rimette al *Vorstand* le competenze assembleari implicite possono essere riconosciute solo eccezionalmente ed entro limiti ristretti; dall'altro lato, che oltre ai casi di scorporo, dette competenze possono venire in rilievo in ipotesi di ristrutturazione di una controllata diretta in controllata indiretta, sempreché l'operazione di diluizione raggiunga le dimensioni individuate nel caso *Holz Müller*.

Per un quadro complessivo di diritto comparato, non solo con riferimento ai paesi di *civil law*, cfr. PORTALE, *Rapporti fra assemblea e organo gestorio nei sistemi di amministrazione*, op.cit., 5 ss.

Al di fuori del diritto tedesco e dei casi giurisprudenziali richiamati, importanti spunti sull'argomento delle competenze implicite si ricavano nel diritto francese e in quello spagnolo (che, con la l. 3 dicembre 2014, n. 31, ha ridefinito gli ambiti di competenza gestoria riservati agli amministratori e quelli, per converso, attribuiti alla Junta General).

¹⁰ La questione presuppone una «*valutazione di meritevolezza, fondata sulle norme e sui principi che reggono il sistema*» ed è finalizzata ad introdurre «*una forma di tutela preventiva dell'interesse patrimoniale degli azionisti alla conservazione e alla remunerazione dell'investimento dinanzi a decisioni di gestione suscettibili di incidervi in maniera rilevante e atipica*»; così, testualmente, PINTO, *Commento sub art. 2364 c.c.*, in *Le società per azioni*, diretto da P. Abbadessa – G. B. Portale, Milano, 2016, I, 860, riprendendo il pensiero di fondo già espresso in ID., *Funzione amministrativa e diritti degli azionisti*, Torino, 2008).

¹¹ Non è per altro sempre agevole distinguere, nella pratica, il piano gestorio da quello organizzativo, e ciò malgrado questa distinzione sia tra le più approfondite nella dottrina commercialista (*ex multis*, MINERVINI, *Gli amministratori di società per azioni*, Milano, 1956, 218, il quale parla – a proposito del termine «*gestione*» – di «*instabilità semantica*»); sul punto, tra i tanti che si sono occupati del tema, ABBADESSA – MIRONI, *Le competenze dell'assemblea nelle s.p.a.* op.cit., 318 ss., sostengono che la materia strettamente gestionale «*riguarda tutta l'attività inerente l'esercizio dell'impresa sociale*», mentre quella organizzativa «*attiene a tutti quei profili strutturali, che non possono essere di per sé inquadrati nell'ambito della gestione dell'impresa, in quanto attengono direttamente – sia pure con inevitabili riflessi sulla gestione – alla sfera societaria in quanto tales*».

In giurisprudenza, la recente decisione del Trib. Roma, (ord.) 1° aprile 2019, cit., mette in luce la distinzione tra atti organizzativi e atti gestori, ricavandola dalle regole in materia di poteri dell'istitutore; l'art. 2204 c.c. prevede, infatti, che l'istitutore possa compiere tutti gli atti pertinenti l'esercizio dell'impresa cui è preposto, salvo alienare e ipotecare i beni dell'imprenditore. Secondo il Tribunale, l'istitutore ha quindi il divieto «*di decidere di non esercitare l'impresa o di esercitare un'altra impresa rispetto a quella*

**MARICONDA E ASSOCIATI
STUDIO LEGALE**

via Cerva n. 8 - 20122 MILANO
tel. 02.795212
mail: segreteria@studiomariconda.com

appunto, da alcuni Autori e più di recente da alcune corti di merito) di attribuire alla competenza (non scritta) dei soci tutte quelle decisioni che, pur appearing di natura gestoria (e quindi, come detto, di esclusiva prerogativa dell'organo amministrativo), impattano a tal punto sull'organizzazione della società (considerata, già prima della riforma del diritto societario, terreno di competenza assembleare) da non poter essere deliberate senza il coinvolgimento degli azionisti¹².

Ora, a prescindere dagli svariati profili problematici collegati alla teoria delle competenze implicite che poco rilevano rispetto alla soluzione del quesito che ci è stato sottoposto¹³, ci si deve chiedere al verificarsi di quali condizioni una operazione può essere effettivamente qualificata come di interesse primordiale e, quindi, affidata alla competenza assembleare.

2.3. Al riguardo, come abbiamo accennato, occorre verificare quali siano gli effetti che conseguono alla realizzazione di una determinata operazione e, più nello specifico, se l'esecuzione della stessa comporta una rilevante modificazione dei diritti dei soci e/o una sostanziale modificazione dell'oggetto dell'attività di impresa, al pari di quanto si verifica nell'ipotesi disciplinata dall'art. 2361, 2° comma, c.c.¹⁴.

che l'imprenditore gli ha affidato in gestione, ovvero di svolgere la medesima attività di impresa con un'azienda diversa»; il che varrebbe a «distinguere tra i poteri di gestione ed i poteri di organizzazione della attività di impresa o della società, riservando questi ultimi esclusivamente a coloro che corrono il rischio dell'investimento e cioè all'imprenditore nel caso in cui l'impresa sia gestita da un instutore, ed all'assemblea dei soci, nell'ambito delle società di capitali in cui la gestione è affidata all'amministratore».

¹² L'espressione «operazioni di interesse primordiale» spesso utilizzata è funzionale proprio a indicare operazioni che incidono sulle caratteristiche strutturali dell'iniziativa imprenditoriale.

Secondo ABBADESSA, *La gestione dell'impresa nella società per azioni: profili organizzativi*, Milano, 1975, 44, le operazioni "organizzative" sono quelle «che tendono ad imprimere all'esercizio dell'impresa un corso radicalmente nuovo o a esporla a rischi economici assolutamente straordinari, rispetto alle quali è da presumere che i soci siano interessati a ricevere congrue informazioni e ad esprimere il proprio consenso»; sul punto cfr. anche ABBADESSA-MIRONE, *Le competenze dell'assemblea nella s.p.a.*, op. cit., 303 testo e nota 90.

¹³ A mero titolo esemplificativo, si consideri che tra i sostenitori della teoria in esame, v'è chi ritiene che la competenza "non scritta" dei soci sia da attribuire all'assemblea in sede ordinaria (cfr., PORTALE, *Rapporti fra assemblea e organo gestorio*, op. cit., 30) e chi a quella in sede straordinaria (tra i tanti, MAUGERI, *Formazione del gruppo e diritti dei soci*, op. cit., 358), non essendo sufficiente a escludere questa interpretazione il tenore letterale dell'art. 2365, 1° comma, c.c.

¹⁴ Senza voler entrare troppo nel dettaglio, nell'art. 2361, 2° comma, c.c. una parte significativa della dottrina ha ricavato l'espressione di un principio generale, in applicazione del quale gli amministratori sarebbero obbligati a richiedere l'autorizzazione dell'assemblea ogni qual volta siano chiamati ad assumere decisioni che, investendo l'intero patrimonio della società o una sua parte significativa, «si presenterebbero "strutturalmente" idonee a incidere sul profilo di rischio (e quindi sul valore) della partecipazione sociale»; in questi termini, MAUGERI, *Formazione del gruppo e diritti dei soci*, op. cit., 316-317. Secondo l'Autore, dalla previsione contenuta all'art. 2361 c.c., è possibile trarre un argomento a favore dell'individuazione di competenza assembleari non scritte, o meglio una prova del fatto che il nostro stesso legislatore ha ammesso, con riferimento al riparto delle competenze tra assemblea e organo amministrativo di s.p.a., l'eventualità di un controllo della prima su operazioni che spettano, in linea di principio, al secondo.

**MARICONDA E ASSOCIATI
STUDIO LEGALE**

via Cerva n. 8 - 20122 MILANO
tel. 02.795212
mail: segreteria@studiomariconda.com

Ciò significa, in altri termini, che gli amministratori potranno deliberare il compimento di atti che alterano la struttura organizzativa e finanziaria dell'impresa sociale¹⁵ e modificarne gli elementi strutturali, ma a condizione che tali atti siano funzionali alla migliore attuazione dell'oggetto sociale (cfr. art. 2380 *bis* c.c.) e, in ogni caso, che vi sia coerenza con il profilo di rischio accettato dai soci, allorquando hanno aderito al programma economico inizialmente fissato.

Al contrario, l'organo gestorio dovrà astenersi (in quanto incompetente), se dall'esecuzione di determinata operazione consegua una significativa variazione dei diritti partecipativi dei soci e delle condizioni di rischio del loro investimento.

In questa prospettiva, a titolo esemplificativo, sono state ritenute operazioni di interesse primordiale (i) quelle collegate alla formazione di un gruppo societario e realizzate tramite la cessione (mediante uno scorporo di azienda o l'impiego del patrimonio sociale, tramite il reinvestimento del corrispettivo ricavato dalla vendita degli asset) di cespiti della (futura) holding, corrispondenti alla totalità o quasi del proprio patrimonio¹⁶; (ii) la cessione della partecipazione detenuta in una controllata in crisi, realizzata tramite un aumento di capitale destinato a terzi¹⁷; (iii) il compimento di operazioni che realizzano una liquidazione di fatto di una o più società eterodirette in cui la holding abbia una partecipazione significativa¹⁸.

¹⁵ MAUGERI, *Considerazioni sul sistema delle competenze assembleari nella s.p.a.*, in *Riv. soc.*, 2013, 416, sostiene che, pur non essendovi, per le s.p.a., una norma dal contenuto analogo a quella di cui all'art. 2479, 2° comma, n. 5, c.c., gli amministratori debbano coinvolgere i soci ogniqualvolta si trovino a compiere un'operazione che abbia le caratteristiche implicitamente previste dalla norma *de qua* (e siano, quindi, idonee a provocare una rilevante modificazione dei diritti di partecipazione dei soci), essa confermando piuttosto la «non riconducibilità alla sfera della (semplice) gestione di operazioni in grado di produrre» un simile effetto (409). Sul carattere transtipico dell'art. 2479, 2° comma, c.c., limitatamente alla questione in esame, cfr., MIOLA, *L'oggetto sociale tra autonomia statutaria e autonomia gestoria*, in *Riv. dir. priv.*, 2008, 716. L'effetto che discende per la società dall'operazione «*deve caratterizzarsi per un intervento sulla struttura organizzativa paragonabile ad una modifica "fattuale" dello statuto*»; si esprime così TOMBARI, *Diritto dei gruppi di imprese*, Milano, 2010, 99.

¹⁶ TOMBARI, *Diritto dei gruppi di imprese*, op. cit., 97, afferma che «*la decisione di conferire l'azienda è un atto apparentemente gestorio [e] un atto che implica una modifica rilevante della struttura organizzativa della società, determinando, in particolare, un c.d. Mediatisierungseffekt, ossia un "annacquamento" dei diritti patrimoniali e partecipativi del socio (della futura capogruppo) conseguenti allo spostamento del piano, sul quale l'impresa viene esercitata*».

¹⁷ È questo il caso esaminato da Trib. Roma, 1° aprile 2019, cit.

¹⁸ Sulla necessaria significatività della partecipazione detenuta dalla controllante, si vedano le riflessioni di WEIGMANN, *L'autorizzazione dei soci della capogruppo per le operazioni finanziarie delle controllate*, in *Contr. impr.*, 1988, 343, secondo cui se «*la partecipazione nella controllata rappresenta una piccola porzione del patrimonio della società madre, le scelte relative alla figlia rientrano fra gli atti di gestione, di competenza esclusiva degli amministratori*». Sul punto, alcuni interessanti spunti si ricavano anche da VASQUES, *L'esercizio del diritto di voto nell'assemblea delle controllate dirette: ipotesi di ricerca*, in *I gruppi di società. Atti del convegno internazionale di studi: Venezia 16-17-18 novembre 1995*, III, Milano, 1996, 2293, il quale afferma che, in caso di liquidazione di una società controllata, «*al posto delle azioni, la capogruppo verrà a detenere liquidità; con la conseguenza che anche la controllante si troverà nell'impossibilità di perseguire il proprio oggetto sociale*»; GUIZZI, *Riflessioni su alcuni problemi*

**MARICONDA E ASSOCIATI
STUDIO LEGALE**

via Cerva n. 8 - 20122 MILANO
tel. 02.795212
mail: segreteria@studiomariconda.com

In tutti questi casi, la modificazione dell'oggetto sociale e/o delle condizioni di rischio iniziali degli azionisti (che risultano alterate, sia nell'ipotesi di ingresso in un contesto di gruppo o di cessazione dell'attività di eterodirezione, ma anche in una fattispecie assimilabile alla liquidazione di fatto della società) esclude, volendo aderire alla teoria in esame, la competenza dell'organo amministrativo, che dovrà quindi abdicare in favore dell'assemblea, pena la invalidità della delibera assunta (per contrarietà all'art. 2380 *bis* c.c.).

2.4. Per completezza, segnaliamo che accanto alla più rigorosa teoria delle competenze non scritte dei soci, si è affiancata la tesi di coloro che sostengono che gli amministratori, a fronte di operazioni aventi le medesime caratteristiche di quelle c.d. di interesse primordiale, hanno il dovere di coinvolgere l'assemblea degli azionisti (nella forma dell'intervento autorizzativo previsto ai sensi dell'art. 2364, 1° comma, n. 5) c.c.), così da garantire la parità di trattamento informativo dei soci e ottenere un parere motivato sulla decisione programmata¹⁹. È chiaro che la differenza fondamentale rispetto alla teoria delle competenze implicite risiede negli effetti che discendono, in questo caso, dalla eventuale violazione, da parte degli amministratori, del dovere di coinvolgere l'assemblea: la delibera eventualmente assunta dall'organo di gestione, infatti, non sarà invalida, ma esporrà l'organo di gestione alle conseguenze risarcitorie, discendenti dalla eventuale azione di responsabilità promossa nei confronti dello stesso.

3.- La disciplina in tema di operazioni infragruppo con parti correlate: i principi generali e gli interessi tutelati.

3.1. Le società legate da un rapporto di controllo sono parti correlate²⁰.

irrisolti nella disciplina del gruppo (Fantasia para un Gentilhomme), in ODCC, 2015, 20, che sostiene esservi una alterazione delle condizioni di rischio caratterizzanti l'investimento, allorché si realizza una modificazione del perimetro del gruppo, il che accade sia nei casi di acquisizione del controllo su altre società prima estranee al gruppo, ma anche nelle ipotesi di dismissione del controllo di società prima in esso integrate: ciò, a maggior ragione, ove la modifica del perimetro del gruppo conduca addirittura alla dissoluzione dello stesso. Sulla impossibilità di attribuire alla competenza dell'organo amministrativo, le decisioni inerenti la liquidazione (di fatto) di una o più società del gruppo, anche MINERVINI, *Gli amministratori di società per azioni*, Milano, 1956, 150 e 217, secondo cui devono «ritenersi eccedenti i poteri dell'amministrazione quegli atti i quali – pur astrattamente pertinenti all'oggetto sociale – contraddicano apertamente allo scopo finale», e tra questi anche quelli volti a realizzare la liquidazione.

¹⁹ Cfr. Trib. Roma, 1° aprile 2019 cit.

²⁰ In base ai principi contabili internazionali (espressamente richiamati dall'art. 3, lett. a) del Regolamento OPC) ogni controllante, controllata o società del gruppo è correlata alle altre (IAS 24). È noto che le società legate da un rapporto di controllo sono per definizione parti correlate. L'art. 3 del Regolamento recante disposizioni in materia di parti correlate ("Regolamento OPC"), nella versione da ultimo modificata dalla Consob il 31.12.2021, definisce "parti correlate" «i soggetti e le operazioni definiti come tali dai principi contabili internazionali adottati secondo la procedura di cui all'articolo 6 del regolamento (CE) n.

**MARICONDA E ASSOCIATI
STUDIO LEGALE**

via Cerva n. 8 - 20122 MILANO
tel. 02.795212
mail: segreteria@studiomariconda.com

Al contempo, l'esistenza di una situazione riconducibile a una delle ipotesi di cui all'art. 2359 c.c. fa scattare la presunzione di esercizio, da parte della controllante, dell'attività di direzione e coordinamento, con conseguente applicazione delle regole e dei principi stabiliti dagli artt. 2497 ss. c.c. (art. 2497 *sexies* c.c.); regole e principi che, per espressa previsione del Regolamento Consob sulle Operazioni con parti correlate (anche solo "Reg. OPC") si aggiungono a quelli stabiliti dalla normativa secondaria di settore²¹.

Accade non di rado che l'emittente rivesta la posizione di soggetto esercente l'attività di direzione e coordinamento e che, talvolta, la subisca: in questi casi, occorre fissare le «reciproche condizioni d'uso» dei sistemi normativi che concorrono a disciplinare tali fattispecie²², e cioè da un lato, quello volto a regolare l'esercizio fisiologico dell'attività di eterodirezione, in conformità ai principi di corretta gestione societaria e imprenditoriale e nel rispetto degli interessi dei soci esterni e dei creditori delle eterodirette (artt. 2497 ss. c.c.); dall'altro lato, il sistema rappresentato dalle regole e dai principi in materia di operazioni con parti correlate, funzionale ad «assicurare la trasparenza e la correttezza sostanziale e procedurale» di tali operazioni, nell'interesse anzitutto delle società coinvolte (così, testualmente sia l'art. 2391 *bis* c.c. sia l'art. 2, Reg. OPC)²³.

Il quadro che emerge è senz'altro complesso e stratificato, disciplinato, com'esso è, da fonti eteronome e autonome, che, quantomeno a una prima lettura, presentano significativi margini di sovrapposizione, dovuti, essenzialmente, al fatto che tali fonti sono indirizzate a risolvere il medesimo ordine di problemi operativi (vale a dire

1606/2002», secondo cui, «una parte correlata è una persona o un'entità che è correlata all'entità che redige il bilancio» e «(b) Un'entità è correlata a un'entità che redige il bilancio se si applica una qualsiasi delle seguenti condizioni: (i) l'entità e l'entità che redige il bilancio fanno parte dello stesso gruppo (il che significa che ciascuna controllante, controllata e società del gruppo è correlata alle altre)». Sul fatto che la disciplina del gruppo è, per definizione, disciplina sulle operazioni con parti correlate, cfr. per tutti, GUIZZI, *Partecipazioni qualificate e gruppi di società*, in Aa.Vv., *Diritto delle società. [Manuale Breve]*, Milano, 2008, 32; MONTALENTI, *Le operazioni con parti correlate tra efficienza gestionale nei gruppi e rischi di conflitti di interessi: quale disciplina?*, p. 27, dello scritto consultabile sul sito www.consob.it.

È poi lo stesso art. 2391 *bis* c.c. a stabilire che le regole e i principi indicati dalla Consob («regole che assicurano la trasparenza e la correttezza sostanziale e procedurale delle operazioni con parti correlate e li rendono noti nella relazione sulla gestione») si applicano alle operazioni realizzate direttamente o per il tramite di società controllate.

²¹ Il Reg. OPC, all'art. 2, 2° comma, dispone espressamente che «resta fermo quanto previsto dagli articoli da 2497 a 2497 *septies* del codice civile»; per una critica a tale inciso, cfr. FERRO-LUZZI, *Osservazioni al secondo Documento di Consultazione della Consob del 3 agosto 2009*, p. 7, consultabile sul sito www.consob.it.

²² L'espressione è di MAUGERI, *Le operazioni con parti correlate nei gruppi societari*, in *Riv. dir. comm.*, 2010, 888.

²³ Ritiene che l'art. 2391 *bis* c.c., e gli artt. 2497 ss. c.c. perseguono diversi obiettivi, FOSCHINI, *Le operazioni con parti correlate e l'attuazione dei principi di cui all'art. 2391-bis del codice civile*, in *Studi per Franco Di Sabato*, Napoli, 2009, III.1, 595.

**MARICONDA E ASSOCIATI
STUDIO LEGALE**

via Cerva n. 8 - 20122 MILANO
tel. 02.795212
mail: segreteria@studiomariconda.com

arginare il rischio, particolarmente avvertito nel contesto societario di gruppo in ragione dei rapporti di correlazione tra le singole entità, che i soggetti titolari del potere d'impresa realizzino operazioni volte al perseguimento di interessi personali e/o comunque extrasociali²⁴), prevedendo, in capo agli amministratori, il rispetto di più stringenti obblighi di informativa e trasparenza.

3.2. Si consideri, al riguardo, che accanto al dovere degli amministratori dell'emittente di adottare regole che assicurino la trasparenza e la correttezza procedurale e sostanziale delle operazioni con parti correlate, nonché di darne notizia nella relazione sulla gestione (art. 2391 *bis*, 1° comma, c.c.), è stabilito quello (dell'organo di amministrazione) della società eterodiretta di motivare analiticamente le decisioni influenzate dalla holding e di recare puntuale indicazione «delle ragioni e degli interessi la cui valutazione ha inciso sulla decisione» (art. 2497 *ter* c.c.)²⁵. E ancora, con esclusivo riferimento alle operazioni con parti correlate influenzate dall'attività di direzione e coordinamento, è previsto l'obbligo degli amministratori indipendenti di dare puntuale indicazione delle ragioni e della convenienza di una operazione, se del caso anche alla luce del risultato complessivo dell'attività di eterodirezione ovvero di operazioni dirette a eliminare integralmente il danno derivante dalla singola operazione con parte correlata (art. 14, Reg. OPC)²⁶.

²⁴ MICHIELI, *La gestione del conflitto d'interessi nelle operazioni con parti correlate*, Milano, 2016, spec. p. 192. Dopotutto, si è correttamente osservato che «i gruppi di società rappresentano l'habitat naturale delle OPC»; PRESTI, *sub* 2391 *bis*, in *Le società per azioni*, diretto da P. Abbadesse – G.B. Portale, Milano, 2016, spec. p. 1376.

²⁵ L'art. 2497 *ter* c.c., norma posta a tutela dei soci di minoranza e dei creditori della eterodiretta, rivolge l'obbligo di motivazione direttamente alla stessa (e solo quindi di riflesso all'organo di gestione della controllata). La questione è strettamente legata alla dialettica tra interesse di gruppo e interesse delle singole società, che connota la materia, al punto che non risponde la capogruppo che abbia cagionato un danno alla società controllata, là dove esso sia compensato da un vantaggio derivante dall'appartenenza al gruppo stesso. Le questioni collegate alla corretta individuazione dell'interesse di gruppo (e ancor prima della possibilità di configurarlo) sono numerose, così come i contributi dottrinali in materia; per una analisi sul punto, cfr. G. SCOGNAMIGLIO, *Interesse sociale e interesse di gruppo*, in AA. VV., *L'interesse sociale tra valorizzazione del capitale e protezione degli stakeholders. Atti del convegno in ricordo di Pier Giusto Jaeger (Milano, 9 ottobre 2009)*, Milano, 2010, 121 ss., la quale esclude che possa intendersi come «interesse di un soggetto o di un ente che si sovrapponga, assorbendoli od incorporandoli, agli interessi delle diverse società»; MONTALENTI, *Conflitto di interesse nei gruppi e teoria dei vantaggi compensativi*, in *Giur. comm.*, 1995, I, 710 ss.; MAUGERI, *Interesse sociale, interesse dei soci e interesse di gruppo*, in *Giur. comm.*, 2012, I, 75. Per completezza, segnaliamo in argomento anche lo *European Model Companies Act*, un modello di atto legislativo (non vincolante), frutto di un progetto avviato presso l'Università di Aarhus in Danimarca nel 2007 e conclusosi, per l'appunto, con l'adozione dell'EMCA. Il testo, che ha il merito di aver raccolto alcune delle soluzioni offerte dagli ordinamenti europei – non solo in tema di gruppi di società – esaltando quelle ritenute più convincenti ed efficienti e, spesso, tentando di semplificarle ulteriormente, vi è una sezione (15.16) dedicata proprio all'«interesse di gruppo».

²⁶ La previsione è specificamente rivolta al soggetto tenuto alla redazione dei pareri di cui agli artt. 7 e 8 del Reg. OPC.

**MARICONDA E ASSOCIATI
STUDIO LEGALE**

via Cerva n. 8 - 20122 MILANO
tel. 02.795212
mail: segreteria@studiomariconda.com

In un contesto (quale quello descritto) contraddistinto dalla presenza di norme funzionali a garantire un rafforzamento dei doveri di informazione, tracciabilità e trasparenza, onde evitare il verificarsi di situazioni conflittuali (se non proprio lesive degli interessi coinvolti) è però stata inserita la precisazione, in base alla quale «*le procedure [adottate dagli emittenti] possono prevedere che le disposizioni del [Reg. OPC], fermo quanto previsto dall'articolo 5, comma 8²⁷, non si applichino, in tutto o in parte, alle operazioni con o tra società controllate, anche congiuntamente, nonché alle operazioni con società collegate, qualora nelle società controllate o collegate controparti dell'operazione non vi siano interessi, qualificati come significativi ... di altre parti correlate della società*» (art. 14, 2° comma, Reg. OPC).

Stando quindi al Reg. OPC, le procedure adottate dagli emittenti ai sensi dell'art. 2391 *bis* c.c., possono prevedere la disapplicazione della normativa regolamentare²⁸, qualora si tratti di operazioni realizzate:

- (i) dall'emittente con società controllate;
- (ii) dall'emittente con società collegate; e
- (iii) tra società sottoposte all'attività di direzione e coordinamento dell'emittente²⁹,

fermo restando che l'esenzione non può operare se, come detto, vi sono interessi di altre parti correlate dell'emittente, qualificati come significativi in base all'apposita procedura di cui all'art. 4 del Reg. OPC.

Precisiamo subito che rimane esclusa dalle ipotesi di esenzione (e quindi inderogabilmente soggetta alla disciplina del Reg. OPC) la realizzazione di operazioni poste in essere dall'emittente con proprie parti correlate, per il tramite di una società controllata dall'emittente stesso³⁰.

²⁷ Si tratta dell'obbligo di informazione periodica

²⁸ E, in particolare, degli obblighi di informazione previsti, con specifico riferimento alle operazioni con parti correlate, tra società facenti parte dello stesso gruppo, stabilite dall'art. 4, 1° comma, lett. d); 5, 4° comma, Reg. OPC.

²⁹ Secondo MAUGERI, *Le operazioni con parti correlate nei gruppi societari*, op. cit., spec. 890, dovrebbero poi aggiungersi «*alla tassonomia delle operazioni stipulativamente sottraibili alla procedura ... quelle compiute da controllate dell'emittente con società a quest'ultimo collegate, in quanto, pur trattandosi di vicende e relazioni intercorrenti con parti correlate all'emittente – e quindi a prima vista esorbitanti dal campo di applicazione della facoltà di esenzione – nel suo raggio di azione finiscono con il rientrare una volta qualificata l'operazione come effettuata per il tramite della controllata, e quindi equiparabile, secondo il dettato dell'art. 2391-bis comma 2, c.c. (e dell'art. 2, comma 2, del Regolamento) alle operazioni direttamente compiute dall'emittente*».

³⁰ Fattispecie, quella indicata nel testo, che – come è stato correttamente notato da MAUGERI, *Le operazioni con parti correlate nei gruppi societari*, op. cit., 889 – potrebbe assumere rilievo ai fini del rispetto dei canoni di corretta gestione societaria e imprenditoriale di cui all'art. 2497 c.c.

**MARICONDA E ASSOCIATI
STUDIO LEGALE**

via Cerva n. 8 - 20122 MILANO
tel. 02.795212
mail: segreteria@studiomariconda.com

Al di là della specificità dei singoli casi di esenzione prospettati dalla norma, ciò che rileva è che si tratta di operazioni endogruppo, tutte accumulate dall'essere poste in essere con entità/parti correlate, che si trovano in una oggettiva condizione di soggezione rispetto all'emittente.

3.3. Se è vero che l'art. 14, 2° comma, Reg. OPC ammorbidisce la disciplina delle operazioni con parti correlate infragruppo (tramite l'esenzione di cui si è detto), è altresì vero:

- per un verso, che è fatto comunque salvo l'obbligo di informazione di cui all'art. 5, 8° comma, Reg. OPC. L'emittente è tenuto pertanto a fornire informazioni al pubblico, nella relazione intermedia sulla gestione e nella relazione annuale, relativamente a) alle singole operazioni di maggiore rilevanza; b) alle altre eventuali singole operazioni con parti correlate che abbiano inciso in modo significativo sulla situazione patrimoniale e sui risultati della società; e c) a qualsiasi modifica o sviluppo di operazioni con parti correlate descritte nell'ultima relazione annuale, che abbiano avuto un effetto rilevante sulla situazione patrimoniale o sui risultati delle società emittente;

- per altro verso, che rimane fermo l'obbligo di motivazione di cui all'art. 2497 *ter c.c.*, che, come abbiamo accennato in precedenza, stabilisce in capo alla società diretta e coordinata (dall'emittente) il dovere di motivare analiticamente le decisioni assunte sotto l'influenza della capogruppo. Dopotutto, nella maggior parte dei casi, le operazioni che coinvolgono le società sulle quali l'emittente esercita l'attività di direzione e coordinamento saranno influenzate dalle direttive impartite dal primo che potrebbe servirsi delle proprie controllate per effettuare determinate operazioni, necessariamente ispirate ai medesimi principi di trasparenza e di correttezza sostanziale e procedurale.

3.4. Cercando di trarre le fila del discorso fin qui condotto, possiamo affermare che il sistema attualmente vigente prevede l'applicazione cumulativa della normativa regolamentare e di quella stabilita agli artt. 2497 ss. c.c., solo se si tratta di operazioni concluse tra l'emittente (direttamente o per il tramite di società controllate) e parti correlate del primo, essendo invece sufficienti gli obblighi informativi e le regole funzionali a garantire il rispetto dei principi di trasparenza e tracciabilità stabiliti dagli artt. 2497 ss. c.c. (e, fra essi, anzitutto dall'art. 2497 *ter c.c.*), ove sia l'emittente a dirigere e coordinare altre entità.

**MARICONDA E ASSOCIATI
STUDIO LEGALE**

via Cerva n. 8 - 20122 MILANO
tel. 02.795212
mail: segreteria@studiomariconda.com

Tanto chiarito sul piano generale, occorre indicare in estrema sintesi quali sono le regole specifiche adottate da Risanamento con la Procedura relativa alle operazioni con parti correlate, posto che, come si è detto, il contenuto di tale procedura costituisce una delle fonti di diritto rilevanti nella fattispecie.

4. - (Segue:) Il regolamento OPC adottato da Risanamento: le disposizioni rilevanti.

Per dare una soluzione al quesito che ci è stato sottoposto, occorre evidenziare che la Procedura adottata dalla Società, in forza della previsione di cui all'art. 2391 *bis*, 2° comma, c.c., prevede che:

(a) le regole «stabilite dalle Procedure Risanamento OPC si applicano (i) alle OPC realizzate direttamente dalla Società nonché (ii) alle OPC realizzate dalle società controllate nei termini previsti dal successivo punto 3.3» (art. 3.1);

(b) tutte le «OPC di Maggiore Rilevanza e di Maggiore Rilevanza per Cumulo realizzate dalle società controllate dalla Società sono sottoposte agli obblighi di informativa al pubblico previsti dall'art. 5 del Regolamento Consob OPC e dal successivo art. 14 Procedure di Risanamento OPC» (art. 3.3);

(c) qualora la Società «per scelta autonoma o per disposizione di legge, esami o approvazioni OPC da realizzarsi per il tramite di una società controllata, tale OPC dovrà essere sottoposta alle procedure deliberative previste dall'art. 7 per le OPC di Minore Rilevanza, ovvero dall'art. 8 per le OPC di Maggiore Rilevanza, ovvero qualora sia di competenza dell'assemblea dall'art. 10» (art. 3.3.2);

(d) il Comitato OPC «è composto da almeno tre Amministratori Indipendenti, individuati all'atto della nomina del Comitato OPC» e i componenti dello stesso «con riferimento a ciascuna OPC, devono essere altresì Amministratori Indipendenti non Correlati» (art. 6.1);

(e) il Comitato OPC «ogniqualevolta lo ritenga opportuno, può farsi assistere, a spese della Società, da uno o più esperti indipendenti», che potranno essere gli stessi «che la Società nominerà per il compimento dell'operazione, purché l'incarico preveda espressamente che l'esperto assista anche specificamente il Comitato OPC nello svolgimento dei relativi compiti» (artt. 6.3.1 e 6.3.3);

(f) nell'approvazione della OPC, si applica l'art. 2391 c.c. (art. 6.5);

(g) la competenza a deliberare «l'approvazione delle OPC di Maggiore Rilevanza è [del] Consiglio di Amministrazione», che dovrà previamente raccogliere «motivato parere favorevole del comitato OPC sull'interesse della Società al compimento dell'operazione nonché sulla convenienza e sulla correttezza sostanziale delle relative condizioni» (artt. 8.1 e 8.2);

**MARICONDA E ASSOCIATI
STUDIO LEGALE**

via Cerva n. 8 - 20122 MILANO
tel. 02.795212
mail: segreteria@studiomariconda.com

(h) il Comitato OPC «viene coinvolto tempestivamente nella fase delle trattative e in quella dell'istruttoria, attraverso la ricezione di un flusso informativo completo e aggiornato e con la facoltà di richiedere informazioni e formulare osservazioni agli organi delegati e ai soggetti incaricati della conduzione delle trattative e dell'istruttoria» (art. 8.4);

(i) i verbali delle deliberazioni «del Consiglio di Amministrazione relativi all'approvazione delle OPC di Maggiore Rilevanza recano adeguata motivazione in merito all'interesse della Società al compimento dell'Operazione nonché alla convenienza e alla correttezza sostanziale delle relative condizioni» (art. 8.5);

(l) le operazioni compiute «con o tra società controllate, anche congiuntamente, ... sono escluse dall'applicazione del Regolamento Consob OPC e delle Procedure di Risanamento OPC», fermi gli obblighi di informativa interna previsti dall'art. 14 della Procedura di Risanamento (art. 12.3)³¹.

5. - La risposta al quesito.

5.1. Dall'esame della documentazione che ci è stata trasmessa e delle informazioni che ci sono state riferite, riteniamo che il complessivo «processo decisionale» adottato da Risanamento per il perfezionamento della Operazione sia immune da censure.

Tale conclusione vale:

(i) sia rispetto alla questione relativa all'organo competente a deliberare il compimento dell'Operazione,

(ii) sia con riferimento alle regole e ai principi stabiliti in materia di operazioni con parti correlate nel contesto dei gruppi societari.

5.2. In particolare, quanto al profilo *sub* (i), anche a voler aderire alla teoria delle competenze implicite dell'assemblea dei soci, l'Operazione rientra tra gli atti di natura gestoria che, come tali, devono essere decisi inderogabilmente dall'organo amministrativo, ai sensi e per gli effetti dell'art. 2380 *bis* c.c.

Se è vero, infatti, che il complesso immobiliare, attualmente di proprietà di MSG, società controllata al 100% da Risanamento, costituisce uno degli asset principali del Gruppo e che, pertanto, una volta perfezionata la cessione dell'Area al Fondo, esso

³¹ Per completezza, si precisa che l'art. 14 della Procedura di Risanamento OPC stabilisce, tra gli altri, obblighi di informativa (i) interna, sull'applicazione dei casi di esenzione, almeno annuale al Comitato OPC, al CdA e agli organi di controllo; (ii) almeno trimestrale al CdA e al Comitato OPC, qualora si tratti di operazioni concluse per il tramite di società controllate che siano oggetto di approvazione e esame da parte del CdA di Risanamento e per le quali sia stato reso il parere del Comitato OPC; (iii) al pubblico, secondo quanto stabilito dall'art. 17 MAR e ai sensi dell'art. 5.8, Reg. OPC.

**MARICONDA E ASSOCIATI
STUDIO LEGALE**

via Cerva n. 8 - 20122 MILANO
tel. 02.795212
mail: segreteria@studiomariconda.com

non sarà più nella disponibilità della Società, è altresì vero che la decisione in ordine alla vendita di tale asset non può essere considerata di “interesse primordiale”, nel senso che abbiamo chiarito al par. 3 che precede.

Per escludere tale possibilità, si consideri che, una volta perfezionata l'Operazione, la Società potrà comunque continuare a svolgere la propria attività d'impresa, portando avanti i progetti di sviluppo immobiliare attualmente in essere, e realizzandone di nuovi, senza neppure attendere che la cessione si perfezioni (e che quindi le condizioni stabilite nell'accordo con il Gruppo Lendlease si verifichino).

D'altro canto, non si vede in quali altri termini l'Operazione potrebbe modificare in modo rilevante e significativo i diritti partecipativi dei soci di Risanamento, posto che il principale effetto che, nella prospettazione della Società, conseguirebbe al perfezionamento della cessione dell'Area è quello del deconsolidamento contabile e prudenziale delle esposizioni vantate dalle Banche creditrici nei confronti del Gruppo.

Tale conclusione è tanto più valida se si considera che, come abbiamo accennato nella premessa, l'Operazione dovrebbe essere inserita nell'ambito di un piano attestato di risanamento *ex art. 56 c.i.i.*, il cui accesso da parte della Società, è oggi riservato espressamente alla competenza esclusiva dell'organo di amministrazione, l'unico soggetto legittimato ad accedere a uno degli strumenti di regolazione della crisi ai sensi di quanto disposto dall'art. 120 *bis c.i.i.* E non v'è dubbio che il piano attestato di risanamento rientri nella categoria degli strumenti, per come definiti all'art. 2 lett. m *bis c.i.i.*, posto che esso è espressamente volto a consentire il risanamento dell'esposizione debitoria dell'impresa e ad assicurarne il riequilibrio economico-finanziario.

Per completezza, segnaliamo che non può giungersi a una conclusione differente rispetto a quella indicata neppure a voler aderire alla tesi di coloro che sostengono che gli amministratori hanno il dovere, in esecuzione degli obblighi di buona fede e di corretta amministrazione, di interpellare l'assemblea dei soci, ai sensi dell'art. 2364, 1° comma, n. 5) c.c.

Depongono in questa direzione almeno due concorrenti ordini di ragioni:

1. la prima ragione, è quella già evidenziata, relativa alla impossibilità di ravvisare nell'Operazione il coinvolgimento di “interessi primordiali” dei soci di Risanamento (presupposto che deve necessariamente sussistere per poter ravvisare una violazione, da parte dell'organo di amministrazione, dei doveri di corretta gestione, per non aver chiesto l'autorizzazione e/o dato adeguata informativa ai soci);

**MARICONDA E ASSOCIATI
STUDIO LEGALE**

via Cerva n. 8 - 20122 MILANO
tel. 02.795212
mail: segreteria@studiomariconda.com

2. la seconda ragione è strettamente connessa al secondo profilo segnalato sopra *sub* (ii), nel senso che, intanto può ritenersi doveroso un coinvolgimento dell'assemblea dei soci (non deliberativo, ma autorizzativo), in quanto vi sia la minaccia di una lesione al diritto di informazione e di parità di trattamento degli stessi: lesione che, nel caso di specie, non è configurabile, a fronte dei doveri di informazione e trasparenza comunque gravanti sull'organo di gestione della Società.

5.3. Allo stesso modo, riteniamo che il «*processo decisionale*» adottato per la realizzazione dell'Operazione sia conforme ai principi e alle regole stabilite dalla complessa normativa dettata in materia di operazioni con parti correlate.

A quanto ci è stato riferito, infatti, e a quanto risulta dai verbali del consiglio di amministrazione di Risanamento che ci sono stati trasmessi, l'Operazione sarà deliberata dal Consiglio di Amministrazione della Società e della controllata MSG, previo parere favorevole del Comitato OPC e con l'assistenza di un esperto indipendente, conformemente a quanto stabilito dalla Procedura di Risanamento OPC, *ex art.* 6.3.3.

Tale processo deliberativo risulta, infatti, conforme:

(a) non solo, alle disposizioni previste dal Reg. OPC, che, per quanto interessa ai fini del Parere, stabiliscono obblighi di informazione e trasparenza a carico delle società coinvolte che, nel caso di specie, parrebbero essere stati rispettati (ci riferiamo, in particolare, ai doveri di informazione in capo al CdA dell'emittente e alla necessità di motivare analiticamente, in sede consiliare e al pubblico, tramite le relazioni sulla gestione pubblicate sul sito internet di Risanamento, le ragioni poste a base dell'Operazione e la convenienza della stessa);

(b) non solo, alle previsioni specificamente adottate dalla società, con la Procedura prevista dall'art. 2391 *bis*, 2° comma, c.c. (là dove, accanto agli obblighi di informazione e trasparenza, si prevedono specifiche disposizioni, rispettate, nel caso di specie, sulla procedura di selezione dell'esperto indipendente e sugli organi competenti a deliberare le OPC di Minore e Maggiore Rilevanza);

(c) ma anche alle norme dello Statuto della Società, e in particolare agli artt. 10, 5° comma, e 15, 2° comma, che specificano rispettivamente le competenze dell'assemblea dei soci in materia di OPC e degli amministratori, con specifico riferimento alle operazioni di fusione semplificata.

**MARICONDA E ASSOCIATI
STUDIO LEGALE**

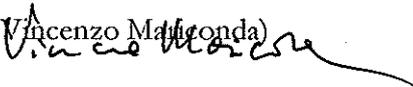
via Cerva n. 8 - 20122 MILANO
tel. 02.795212
mail: segreteria@studiomariconda.com

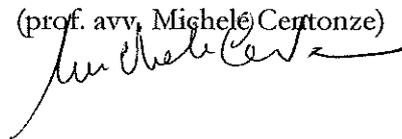
Nulla quaestio, infine, sulla correttezza del processo decisionale adottato dalla Società, con specifico riferimento alla fusione per incorporazione di MSG in Risanamento, senz'altro di competenza del CdA.

*

Confidiamo di aver reso i chiarimenti richiesti e restiamo a disposizione per ogni eventuale ulteriore necessità o approfondimento.

Con i più cordiali saluti.

(avv. Vincenzo Mariconda)


(prof. avv. Michele Certonze)


MARICONDA E ASSOCIATI
STUDIO LEGALE

AVV. PROF. VINCENZO MARICONDA
AVV. CATERINA MALAVASI
AVV. PATRIZIA FUSI
AVV. CESARE MARICONDA
AVV. COSTANZA MARICONDA
AVV. GUIDO GENOVESI
AVV. PROF. MICHELE CENTONZE
AVV. FRANCESCA PACE
AVV. MANUELA PIAZZA
AVV. PAOLA PIAZZA
AVV. ALBERTO CORTELLAZZO-WIEL

Spettabile
Risanamento S.p.A.
Via Bonfadini n. 148
20138, Milano (MI)

Egregio Signore
Dott. Claudio Calabi
Presidente del consiglio di amministrazione
via e-mail:
volpato@risanamentospa.it
calabi@risanamentospa.it

Milano, 9 marzo 2023

OGGETTO: parere pro-veritate relativo al progetto Milano Santa Giulia

Spettabile Società,

facciamo seguito alla comunicazione del 2 marzo 2023, con cui ci avete chiesto di aggiornare le conclusioni formulate nel parere che avevamo reso sulla «*correttezza del processo decisionale*» adottato da Risanamento S.p.A. (“Risanamento” o la “Società”; “Primo Parere”) per la realizzazione dello sviluppo immobiliare avente a oggetto i Lotti Nord dell’area di Milano Santa Giulia (l’“Area”; il “Progetto” o la “Operazione”) (anche solo “Secondo Parere”).

La richiesta trae origine dal sopravvenire di alcune circostanze di cui è opportuno dare conto, anche al fine di garantire la più adeguata informazione e la massima trasparenza nei confronti degli azionisti e del mercato: anticipiamo subito che, a quanto ci avete riferito, i termini essenziali dell’Operazione e, più nello specifico, il contenuto economico degli accordi con Lendlease Italy S.G.R. S.p.A. (in estrema sintesi, il fondo al quale Risanamento cederà l’Area; anche solo il “Fondo”), rimangono nella sostanza immutati, sicché, rispetto a essi, ci possiamo limitare a richiamare la ricostruzione già svolta (spec. pp. 3-5 del Primo Parere).

Per massima chiarezza espositiva, però, prima di indicare i fatti nuovi che ci sono stati rappresentati, è utile ricordare che la risposta al quesito oggetto del Primo Parere era stata nel

MARICONDA E ASSOCIATI

STUDIO LEGALE

senso di escludere che la competenza ad approvare il Progetto e l'esecuzione dello stesso fosse dell'assemblea dei soci di Risanamento, trattandosi piuttosto di una operazione (senz'altro complessa e di impatto rilevante per la Società, ma comunque) gestoria, come tale di esclusiva prerogativa degli amministratori. Ciò, naturalmente, fermo restando l'obbligo dell'organo di gestione di dare un'ampia informativa al mercato (e quindi agli azionisti), in adempimento delle prescrizioni di legge e statutarie.

Tanto chiarito, passiamo a esaminare i fatti intervenuti *medio tempore* e a verificare il loro eventuale impatto sulle conclusioni formulate nel Primo Parere.

1. - Sintetica ricostruzione dell'attuale contesto fattuale.

A quanto ci avete riferito, negli ultimi mesi sono sopraggiunte alcune circostanze, tra cui le seguenti assumono particolare rilevanza:

(i) Unicredit S.p.A. (socia con una partecipazione pari al 22,231% del capitale sociale; "Unicredit") ha dichiarato di voler cedere il proprio credito nei confronti di Risanamento e di Milano Santa Giulia S.p.A. ("MSG") al fondo Back2Bonis, gestito da Prelios SGR S.p.A. ("Prelios"). La cessione dovrebbe perfezionarsi prima che venga eseguita la Operazione;

(ii) in data 2 febbraio 2023, il consiglio di amministrazione di Risanamento ha approvato il progetto di Bilancio e il Bilancio consolidato riferibili all'esercizio chiuso al 31 dicembre 2022, registrando una perdita di euro 59,9 milioni, superiore a quella riferibile all'esercizio precedente di euro 5,3 milioni. Il consiglio di amministrazione, preso atto che il capitale sociale di Risanamento risulta diminuito di oltre un terzo, ha, senza indugio, deliberato di convocare l'assemblea degli azionisti, anche per l'adozione dei provvedimenti di cui all'art. 2446 c.c.;

(iii) in data 27 febbraio 2023, il consigliere di amministrazione, dott. Franco Carlo Papa, nominato il 19 aprile 2021 quale esponente della lista di minoranza presentata da Unicredit, ha rassegnato le proprie dimissioni dalla carica, senza fornire alcuna specifica motivazione. Il dott. Papa, oltre a essere membro del Comitato Controllo e Rischi, rivestiva la carica di Presidente del Comitato per le Operazioni con Parti Correlate e del Comitato Remunerazioni.

Questi, in estrema sintesi, i principali fatti modificativi del contesto su cui si innestava la richiesta del Primo Parere.

In aggiunta alle circostanze già elencate, con specifico riferimento al c.d. Project Starfighter, ci è stato rappresentato:

(iv) che il 2 febbraio 2023, Risanamento ha comunicato al mercato le principali linee guida dell'Operazione, chiarendo che «è in fase di finalizzazione la negoziazione di una complessa operazione volta proprio a consentire - nell'ambito di un piano che assicuri l'equilibrio economico finanziario del Gruppo Risanamento ex art. 56 del codice della crisi d'impresa e dell'insolvenza ("CCI") - inter alia: (i) 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 infrastrutturali olimpiche di cui alla Convenzione di Variante; (ii) il trasferimento dell'area Milano Santa Giulia oggetto del PDA (c.d. Lotti Nord) a valori in linea con il relativo book value / fair value a favore di un fondo comune di investimento alternativo regolato dalla legge

MARICONDA E ASSOCIATI
STUDIO LEGALE

italiana, le cui quote saranno detenute, inter alios, dalle Banche o loro eventuali aventi causa, con contestuale accollo liberatorio da parte del suddetto fondo dell'indebitamento finanziario vantato dalle Banche stesse (o loro eventuali aventi causa) nei confronti del Gruppo Risanamento (che al 31 dicembre 2022 ammonta complessivamente a circa 566 milioni di euro) e con pagamento in favore di Risanamento, a certi termini e condizioni, dell'importo complementare rispetto ai valori sopra richiamato»; e

(v) che in data 27 febbraio 2023, l'attestatore del piano di risanamento ex art. 56, Codice della crisi d'impresa e dell'insolvenza ("cci") ha rilasciato una *comfort letter*, dando atto del fatto che «sulla scorta delle analisi svolte, seppur non terminate, ... sussist[on]o i presupposti per l'adozione di un piano di risanamento attestato ex art. 56 CCII e, subordinatamente alla positiva conclusione ed implementazione della manovra rappresentata, il requisito della continuità aziendale».

2. - La risposta al quesito, alla luce dei fatti nuovi sopravvenuti.

Come abbiamo anticipato, nel Primo Parere avevamo segnalato che il complessivo «processo decisionale» adottato da Risanamento per il perfezionamento della Operazione è del tutto immune da censure.

In particolare, in quella sede, avevamo sostenuto:

(1) che la realizzazione del Progetto rientra tra gli atti di natura gestoria ed è, come tale, di competenza esclusiva dell'organo di amministrazione della Società; e

(2) che le modalità di attuazione dell'Operazione adottate da Risanamento sono conformi ai principi e alle regole stabilite dalla complessa disciplina legale e statutaria delle operazioni con parti correlate.

Le circostanze fattuali intervenute nel frattempo e che abbiamo brevemente descritto nel paragrafo che precede non incidono sulla validità e sulla attualità delle conclusioni appena richiamate, le quali, pertanto, devono essere confermate, sotto entrambi i profili.

Più nello specifico, quanto al profilo *sub* (1), i fatti sopravvenuti non hanno alterato la sostanza e la natura dell'Operazione, che rimane pertanto di competenza esclusiva dell'organo di gestione della Società, il quale, tramite essa, intende ripristinare l'equilibrio economico-finanziario di Risanamento e, con esso, la possibilità di accedere a fonti di finanziamento esterne; esigenza, quella di ristrutturare il debito della Società, tanto più urgente a fronte del lieve peggioramento della situazione patrimoniale di Risanamento, che ha chiuso l'esercizio al 31 dicembre 2022 con una perdita superiore a quella dell'anno precedente.

Peraltro, ci preme evidenziare che, dalla c.d. *comfort letter* dell'attestatore, si ricava una ulteriore conferma dell'interesse sotteso alla realizzazione del Progetto: l'esperto, infatti, stando a quanto ci avete rappresentato, ha esaminato le modalità di attuazione dell'Operazione e le conseguenze che discenderebbero dall'esecuzione della stessa, individuando in tale «manovra» il necessario presupposto per garantire la (ristrutturazione del debito e la) continuità aziendale di Risanamento.

MARICONDA E ASSOCIATI
STUDIO LEGALE

Rispetto invece al profilo *sub* (2), poiché le modalità concrete di esecuzione del Progetto sono immutate, non può giungersi a una conclusione differente rispetto a quella già prospettata nel Primo Parere.

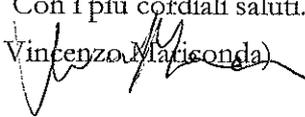
In definitiva, alla luce delle considerazioni che precedono, confermiamo le conclusioni già rassegnate, e volte a sostenere la competenza deliberativa (esclusiva) dell'organo di gestione della Società, il quale, nel rispetto degli obblighi di legge e statutari (ivi compresi quelli in materia di operazioni con parti correlate che, nel caso di specie, risultano pienamente rispettati), deve comunque garantire la più ampia e analitica informativa al mercato sul contenuto e sulle potenziali conseguenze dell'Operazione.

*

Confidiamo di aver reso i chiarimenti richiesti e restiamo a disposizione per ogni eventuale ulteriore necessità o approfondimento.

Con i più cordiali saluti.

(avv. Vincenzo Mariconda)



(prof. avv. Michele Centonze)



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

**Parere sulla convenienza della complessiva Operazione volta al
realizzo dell'area denominata "S. Giulia" con conseguente
deleveraging del Gruppo Risanamento.**

Milano, 17 marzo 2023

Indice.

I.	Premessa e oggetto dell'incarico.	3
	<i>A. Le operazioni all'origine e il quesito.</i>	3
	<i>B. La base informativa utilizzata.</i>	4
II.	La struttura dell'Operazione nella prospettiva di Risanamento.	6
III.	Inquadramento del quesito.	6
IV.	Come sono cambiati i tratti essenziali dell'Operazione rispetto al passato.	11
V.	La congruità dei corrispettivi.	15
VI.	Conclusioni.	17

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 presso Borsa Italiana attualmente attiva nella riqualificazione e nello sviluppo dell'area metropolitana denominata "Santa Giulia" ed ubicata nella zona sud-est di Milano. L'attuale struttura patrimoniale-finanziaria del Gruppo è il risultato del processo di gestione del patrimonio immobiliare del Gruppo, in origine ben più consistente.
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 oggetto di negoziazioni, in fase di definizione, anche per fare fronte ai cambiamenti intervenuti nel contesto di riferimento. Infatti, 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 le condizioni di un accordo sottoscritto da Risanamento e da MSG con società appartenenti a Lendlease e con le Banche; l'accordo sarà finalizzato a - *inter alia* - rendere possibile la realizzazione delle infrastrutture e delle 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. 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 dei predetti accordi (collettivamente, l'"Operazione"), oltre che alla convenienza e alla correttezza sostanziale delle relative condizioni applicate.
5. Tanto premesso, il Consiglio di Amministrazione di Risanamento, anche nell'interesse del Comitato, mi ha incaricato di redigere un parere (d'ora innanzi anche il "Parere") sulla convenienza della complessiva operazione, anche eventualmente comparandola con l'operazione di sviluppo di cui al *project development agreement* del 2017, e sulla sua correttezza sostanziale, nonché sulla congruità dei corrispettivi delle relative operazioni con parti correlate, a beneficio del Consiglio stesso e del relativo Comitato, ai sensi dell'art. 6.3.3 delle Procedure relative alle operazioni con parti correlate di Risanamento.

B. *La base informativa utilizzata.*

6. Al fine della stesura del presente Parere si è fatto riferimento alla seguente principale documentazione:
 - comunicato stampa pubblicato da Risanamento il 2 febbraio 2023;
 - documento sintetico di descrizione dell'Operazione;
 - bozza di *term sheet* del *development framework agreement* e del *general framework agreement* dell'Operazione;
 - bozza del progetto di fusione per incorporazione di MSG in Risanamento;

- due Presentazioni sul progetto di sviluppo dell'area S. Giulia risalenti al 2018;
 - due relazioni di stima del valore di mercato dell'area S. Giulia al 31/12/2022.
7. Chi scrive ha inoltre utilizzato ulteriore documentazione attingendo da banche dati e da fonti pubblicamente disponibili (*i.e.* Bloomberg, Thomson Reuters, AIDA) oltre a dati gestionali forniti dal Gruppo.

II. La struttura dell'Operazione nella prospettiva di Risanamento.

8. I soggetti coinvolti nell'Operazione sono:
 - a. Risanamento;
 - b. MSG;
 - c. Intesa Sanpaolo S.p.A. ("ISP") e Banco BPM S.p.A. (unitamente, le "Banche");
 - d. il fondo di investimento alternativo mobiliare riservato "BACK2BONIS", gestito da Prelios SGR S.p.A. (il "B2B")¹;
 - e. Lendlease Italy SGR S.p.A., Lendlease Europe Holdings Limited (unitamente, il "Gruppo Lendlease").
9. I principali termini e condizioni dell'Operazione sono descritti nel *term sheet* vincolante relativo al c.d. "General Framework Agreement", che sarà sottoscritto tra i soggetti coinvolti nell'Operazione.
10. Come già comunicato al mercato da Risanamento, l'Operazione è volta principalmente, nell'ambito del piano ex art. 56 del codice della crisi d'impresa e dell'insolvenza relativo al Gruppo Risanamento e a MSG a:
 - a. permettere l'ottenimento da parte di MSG 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 infrastrutturali olimpiche di cui alla convenzione urbanistica per la Variante al Piano

¹ B2B quale futuro acquirente della porzione di credito di Unicredit S.p.A. nei confronti di MSG e Risanamento nel contesto dell'indebitamento finanziario e, qualora ancora pendente, della porzione di credito di Banca Monte dei Paschi di Siena S.p.A..

Integrato di Intervento di Milano Santa Giulia stipulata in data 16 giugno 2022 tra il Comune di Milano, MSG ed Esselunga S.p.A.;

- b. il trasferimento ad un importo certo al Fondo dell'intera area relativa ai Lotti Nord del progetto Milano Santa Giulia, ad eccezione del c.d. Lotto Arena di cui nel proseguo, attualmente di titolarità di MSG, mediante, dapprima, la costituzione del diritto di superficie sull'intera predetta area a favore del Fondo e successivamente mediante consolidamento dell'intera proprietà dell'area in capo al Fondo al completamento degli obblighi di bonifica;
 - c. permettere l'immediato accollo liberatorio da parte del Fondo dell'intero indebitamento finanziario di MSG e Risanamento (pari ad € 566 milioni alla data del 31/12/2022), che permetterà a Risanamento di migliorare il proprio merito di credito e, quindi, aumentare la propria capacità di raccogliere nuove risorse finanziarie dagli istituti di credito.
11. Occorsi gli eventi convenuti tra le parti, l'Operazione sarà perfezionata attraverso i passaggi che seguono:
- a. fusione per incorporazione di MSG Risanamento;
 - b. costituzione di un fondo comune di investimento alternativo regolato da legge italiana da parte del Gruppo Lendlease (il "Fondo");
 - c. costituzione a favore del Fondo dei diritti di superficie e, successivamente, trasferimento della nuda proprietà dell'intera area S. Giulia - al netto del Lotto Arena - da parte di Risanamento, al valore (allo stato attuale delle negoziazioni) di € 648 milioni, con contestuale accollo liberatorio da parte del Fondo dei debiti finanziari di Risanamento verso le Banche (o loro aventi causa) oggetto dell'Accordo di Moratoria (pari a € 529 milioni circa alla data del 31

dicembre 2022) e del finanziamento soci concesso da ISP a Risanamento, pari a circa € 37 milioni alla data del 31 dicembre 2022.

- d. versamento a Risanamento di un importo pari alla differenza tra il prezzo di cessione sopra indicato – detratti € 10 milioni già corrisposti dal Gruppo Lendlease a Risanamento ai sensi del *project development agreement* – e i debiti accollati alla data del *closing*;
- e. apporto al Fondo da parte delle Banche e B2B dei crediti ricevuti tramite accollo liberatorio da Risanamento, in cambio di quote del Fondo stesso;
- f. apporto al Fondo (di importo non rilevante) da parte di Risanamento, in cambio di quote di Categoria C del Fondo stesso. Tali quote, prive di diritti amministrativi, daranno il diritto a Risanamento di ottenere il 50% dei flussi di cassa del Fondo residui dopo la distribuzione dei flussi stessi ai detentori di quote del Fondo di altra Categoria;
- g. proseguimento - da parte di Risanamento, attraverso appaltatori terzi – degli impegni assunti mediante la suddetta convenzione urbanistica di completare nei tempi utili ad ospitare gli eventi olimpici di Milano Cortina 2026 le attività di bonifica, di riempimento dell'area di intervento e le attività necessarie alla realizzazione delle infrastrutture, ricevendo dal Fondo gli importi necessari allo svolgimento di queste attività.

III. Inquadramento del quesito.

12. Descritta nei tratti essenziali la struttura dell'Operazione, risulta più agevole inquadrare il quesito, che risulta formato da due parti:
 - a. la prima riguarda un parere in merito alla convenienza dell'Operazione, se possibile, anche comparandola con l'operazione di sviluppo di cui al *project development agreement* del 2017, e alla sua correttezza sostanziale;
 - b. la seconda la congruità dei corrispettivi delle relative operazioni con parti correlate.
13. Con riferimento alla prima parte del quesito (le relative analisi saranno sviluppate nel cap. IV) è opportuno ricordare che l'Operazione costituisce il risultato di successivi interventi, originati dal confronto negoziale tra le parti coinvolte, che hanno modificato in termini significativi il *project development agreement* del 2017. La nuova Operazione non si pone quindi quale alternativa all'accordo originario. Ne consegue – tenuto anche conto del radicale cambiamento dello scenario macroeconomico avvenuto tra il 2017 e la data di questo parere – che le due operazioni non potrebbero, neppure in via teorica, essere confrontate sul piano della convenienza economica e della opportunità finanziaria utilizzando gli indicatori (quale il valore attuale netto, il tasso di rendimento interno, gli indici di sostenibilità finanziaria) in uso nella prassi professionale per la valutazione di progetti industriali o immobiliari.
14. Un recente documento dell'ESMA² e il *Discussion Paper* n. 1, 2022 dell'Organismo Italiano di Valutazione³ (OIV) raccomandano infatti di sottoporre a verifica critica i piani industriali elaborati anteriormente allo

² "Implications of Russia's invasion of Ukraine on half-yearly financial reports", ESMA, 13/05/2022.

³ Discussion paper n. 1/2022 "Impairment test dei non financial assets (ias 36) a seguito della guerra in Ucraina", OIV, 29/07/2022.

scoppio della guerra tra la Russia e l'Ucraina. Ciò allo scopo di riflettere nei piani stessi sia gli effetti diretti sia quelli indiretti della crisi bellica. Mentre gli effetti diretti riguardano, tra le altre cose, la domanda, i margini, il modello e i processi di *business*, la *supply chain*, il rischio di controparte, quelli indiretti hanno un impatto su tutte le imprese e su tutti i progetti industriali nonché sui Paesi che li ospitano. Tra i principali effetti indiretti vanno ricordati l'incremento delle aspettative di inflazione, il relativo impatto sul potere di acquisto, l'aumento dei tassi di interesse, anche per l'anticipazione del processo di normalizzazione della politica monetaria e i cambiamenti dei modelli di consumo indotti dai fattori elencati in precedenza.

15. I documenti dell'ESMA e dell'OIV riconoscono che l'esposizione al rischio e gli impatti dei fattori diretti e indiretti di cambiamento possono differenziarsi in termini significativi in relazione ai macrosettori (imprese industriali, imprese finanziarie, *real estate*) e alle aree geografiche. Tuttavia, è opinione condivisa che la situazione attuale abbia determinato – e determinerà per un periodo futuro non quantificabile – un drastico accrescimento dell'incertezza, con conseguenze non prevedibili sui mercati finanziari e sulle scelte di investimento delle imprese.
16. Per queste ragioni, come già anticipato, non può porsi in concreto un tema di confronto sul piano economico tra l'operazione originaria e quella attuale (che, tra le altre cose, non costituiscono operazioni alternative). Ciò nonostante, per introdurre, anche evidenziando la loro evoluzione, le caratteristiche dell'attuale Operazione, è egualmente utile mettere a confronto i tratti salienti del progetto nella sua configurazione originaria con quelli dell'Operazione in corso di perfezionamento.

IV. Come sono cambiati i tratti salienti dell'Operazione rispetto al *project development agreement*.

17. I principali aspetti che qualificano l'evoluzione del *project development agreement* riguardano il profilo temporale dell'Operazione e i rischi imprenditoriali assunti dal Gruppo Risanamento.⁴
18. A grandi linee, l'accordo originario prevedeva lo sviluppo congiunto tra Risanamento e Lendlease, dell'area di S. Giulia in un arco temporale di circa 10 anni, secondo direttrici che vedevano il Gruppo Lendlease responsabile di tutte le attività afferenti lo sviluppo verticale del progetto e il Gruppo Risanamento responsabile di tutte le attività afferenti le bonifiche e le infrastrutture dell'area interessata dal progetto. La gestione comune del piano faceva sì che il rischio imprenditoriale del progetto si ripartisse tra i due partner dell'iniziativa, così come i *surplus* potenzialmente generati dalla stessa.
19. L'Operazione prevede invece il realizzo immediato dell'*asset* attraverso la cessione al Fondo dell'area S. Giulia, con conseguente contestuale *deleveraging* del Gruppo Risanamento. Da un punto di vista economico, l'apprezzamento della nuova Operazione pone quindi un problema di *trade-off* tra:
 - i. i benefici conseguenti al fatto di rendere immediato il realizzo dell'area di S. Giulia, tra cui, come appena detto, il *deleveraging* del Gruppo e il miglioramento del merito di credito di Risanamento, che potrà aumentare la sua capacità di raccogliere risorse finanziarie in futuro;

⁴ Nel contesto dell'Operazione, il Fondo corrisponderà a Risanamento - a stato di avanzamento lavori - gli importi convenuti a che Risanamento possa adempiere agli obblighi assunti di completare le bonifiche e le predette infrastrutture nei termini convenuti con le competenti autorità. Il puntuale adempimento di dette obbligazioni concernenti le infrastrutture è stato garantito mediante l'emissione da parte di UnipolSai Assicurazioni S.p.A. a favore del Comune di Milano di un set di polizze fideiussorie per un importo complessivo di circa € 86 milioni.

- ii. L'onere riferibile alla perdita della *chance* di ottenere i rendimenti più elevati che la partecipazione all'iniziativa di sviluppo con un ruolo imprenditoriale potrebbe - sulla carta - generare a favore di Risanamento.
20. Inquadrate il problema, ai fini dell'apprezzamento dell'Operazione in fase di perfezionamento vanno considerati alcuni fattori e alcune circostanze di fatto che possano aiutare a impostare l'analisi. Si tratta, in particolare:
- a. della presenza di interessi potenzialmente non convergenti degli *stakeholder* coinvolti nell'Operazione, vale a dire: (i) le Banche, per qualcuna nella duplice veste di maggiori azionisti e creditori finanziari; (ii) i piccoli azionisti e, in generale, il mercato, essendo Risanamento quotata presso Borsa Italiana; (iii) Lendlease, nella qualità di *willing buyer* (controparte indipendente ma da tempo coinvolta nel progetto);
 - b. degli effetti dell'Operazione sulla continuità aziendale del Gruppo Risanamento, e quindi le ripercussioni della stessa su altre specifiche categorie di *stakeholder*. In prospettiva *standalone* (vale a dire, in assenza dell'Operazione), infatti, l'equilibrio finanziario del Gruppo è garantito esclusivamente dal sostegno delle Banche;
 - c. dei già ricordati effetti diretti e indiretti dell'attuale situazione geopolitica e dell'impatto della stessa sul giudizio di opportunità economica della scelta di aderire all'Operazione.
21. In merito a quanto evidenziato, a parere dello scrivente possono essere formulate le seguenti considerazioni.
22. Con riferimento alle Banche, l'Operazione non parrebbe determinare vantaggi diretti a scapito dei piccoli azionisti. Infatti, l'esposizione all'incertezza per le Banche non si riduce in seguito all'Operazione, dal

momento che le posizioni creditorie si trasformano in strumenti di *equity*, in linea di principio connotati da un maggiore livello di rischio.

23. È peraltro evidente che la trasformazione in *equity* dei crediti vantati dalle Banche azioniste ha un impatto sulla posizione rischio/rendimento riferibile agli altri azionisti di Risanamento. L'Operazione, infatti, prevedendo il realizzo dell'*asset* fondamentale del Gruppo con un radicale ridimensionamento dei rischi di carattere finanziario, attenua l'attuale carattere speculativo del titolo.
24. Inoltre, nonostante la prospettata cessione dell'area S. Giulia, Risanamento manterrà delle *chance* di partecipare al rendimento complessivo dell'Operazione, dal momento che alla società saranno assegnate, nell'ambito della cessione, delle quote (di categoria C) nel veicolo d'investimento che acquisirà e svilupperà l'area. Una simile partecipazione di Risanamento del Fondo era già stata prevista nel *project development agreement* del 2017; tuttavia, rispetto all'Operazione attualmente in corso di perfezionamento, la precedente formulazione posticipava l'incasso proveniente dalla cessione dell'area e, quindi, il momento della riduzione dell'indebitamento del Gruppo Risanamento.
25. Nella prospettiva del mercato, l'Operazione comporta quindi un *derisking* della società, fattore di non poco rilievo nel contesto di elevata incertezza riferibile alle conseguenze dirette e indirette dei cambiamenti geopolitici in atto e ai relativi profili temporali.
26. Tutto ciò considerato, la nuova Operazione comporta benefici e oneri che a mio giudizio trovano un ragionevole punto di equilibrio. Infatti, come già detto, il Gruppo si sottrae all'alea dello sviluppo dell'Operazione in un contesto di elevata incertezza pur mantenendo la possibilità di partecipare alla potenziale creazione di valore connessa all'iniziativa.

27. Come già detto, il giudizio sull'Operazione richiede che venga discusso anche il secondo tema del quesito, vale a dire le condizioni alle quali avrà luogo la cessione dell'area S. Giulia. Tali condizioni possono infatti determinare trasferimenti di valore che possono penalizzare il mercato. Gli aspetti segnalati verranno affrontati nel seguito del parere.

V. La congruità dei corrispettivi.

28. Tenuto conto della complessa strutturazione dell'Operazione, in cui sono coinvolte sia parti correlate (le Banche) sia una controparte indipendente (Lendlease), per semplificare i termini del problema occorre considerare che l'Operazione nel suo insieme comporta, nella prospettiva di Risanamento, la cessione dell'area di S. Giulia a fronte di un corrispettivo certo pari a € 648 milioni al 31/12/2022⁵.
29. L'apprezzamento della congruità del corrispettivo di cui si è detto richiede che ne venga accertato l'allineamento al mercato, *i.e.* al prezzo che potrebbe essere negoziato per l'*asset* in questione con altre controparti indipendenti.
30. Per introdurre il tema del *pricing* di mercato di un *asset* quale l'area di S. Giulia è utile segnalare i seguenti aspetti:
 - a. le rilevanti dimensioni del progetto immobiliare e la connotazione di interesse pubblico di alcune delle sue parti;
 - b. la conseguente ristretta platea di potenziali acquirenti;
 - c. il protrarsi per numerosi anni dell'attività di commercializzazione dell'area, anche in seguito alle asserite problematiche ambientali che hanno di fatto congelato il progetto per alcuni anni.
31. Va altresì considerato che, con cadenza annuale, Risanamento e MSG hanno richiesto pareri valutativi del progetto di sviluppo dell'area S. Giulia, anche in luce della progressiva evoluzione della *joint venture* con Lendlease.
32. Nel momento in cui viene scritto questo Parere sono disponibili due perizie di valutazione dell'area, redatte da Praxi e da Kroll, che assumono quale data

⁵ Importo in linea con il valore di mercato dell'area (come sarà precisato nei punti che seguono) e con il valore contabile dell'area nello stato patrimoniale di Risanamento successivo al perfezionamento della fusione per incorporazione di MSG.

di riferimento il 31/12/2022. Due stime che, quindi, tengono conto degli effetti sulle proiezioni finanziarie della pandemia da Covid-19 e dell'attuale situazione geopolitica.

33. Le relazioni di stima hanno tenuto in considerazione che il progetto di sviluppo dell'area S. Giulia ha subito numerose mutazioni nel corso degli ultimi anni e che ciò ha avuto un impatto sulle previsioni economiche e finanziarie via via formulate.
34. Le predette relazioni di stima misurano il c.d. "valore di mercato", configurazione coerente con le definizioni riportate nei principi internazionali di valutazione a cui i periti comunemente fanno riferimento (IVS e RICS) e applicano metodi di valutazione coerenti con questa configurazione di valore, vale a dire il metodo finanziario, il metodo reddituale e il metodo comparativo⁶. Le relazioni di stima concludono che il valore dell'area S. Giulia al 31/12/2022 è pari a, rispettivamente, € 665,2 milioni e € 665,4 milioni. Si tratta, quindi, di valori coerenti con il corrispettivo previsto per la cessione dell'area.
35. Va infine osservato che la differenza tra il valore di mercato di € 665 milioni e il corrispettivo dell'Operazione pari a € 648 milioni è principalmente riconducibile al valore - incluso nelle relazioni di stima sopracitate - del c.d. "Lotto Arena", vale a dire l'arena destinata ad ospitare alcune competizioni delle Olimpiadi Invernali 2026, che sarà trasferito a CTS Eventim Group per un corrispettivo di € 20 milioni (si veda a proposito il comunicato stampa di Risanamento del 3 agosto 2021).

⁶ In particolare, la perizia redatta da Praxi ha misurato il valore di mercato in base ad un metodo *discounted cash flows* "di trasformazione", vale a dire considerando i ricavi attesi dalla vendita degli immobili sul mercato al termine dello sviluppo e i costi attesi necessari alla costruzione degli stessi.

La relazione di stima di Kroll ha considerato (i) il medesimo metodo applicato da Praxi, unitamente al (ii) metodo reddituale, vale a dire un metodo basato sulla capitalizzazione diretta dei redditi attesi, al (iii) metodo *discounted cash flows* basato sull'attualizzazione dei redditi attesi generati dalla locazione delle proprietà (metodo esclusivamente applicato per la stima del valore finito delle strutture ricettive) e al (iv) metodo comparativo, vale a dire il metodo basato sul confronto tra il valore dell'immobile oggetto di stima e quello di altri beni comparabili che sono stati recentemente oggetto di compravendita sul mercato.

VI. Conclusioni.

36. In base al quesito che mi è stato posto ho esaminato l'Operazione, in corso di perfezionamento e relativa all'area di S. Giulia, approfondendone gli aspetti di carattere aziendale e valutativo che ne qualificano la congruità economica nella prospettiva del Gruppo Risanamento.
37. Considerando i termini dell'Operazione, merita osservare che essa determina il *de-risking* del Gruppo, circostanza che assume particolare significato in considerazione della situazione di elevata incertezza che connota l'attuale contesto macroeconomico internazionale.
38. Inoltre, nonostante la prospettata cessione dell'area S. Giulia, Risanamento manterrà delle *chance* di partecipare al rendimento complessivo dell'Operazione, dal momento che alla società saranno assegnate, nell'ambito della cessione, delle quote nel veicolo d'investimento che acquisirà e svilupperà l'area. L'Operazione, quindi, non esclude di beneficiare, in parte, dei possibili benefici futuri riferibili al progetto di sviluppo dell'area. Tenendo conto degli elementi discussi in questo parere, i termini dell'Operazione, globalmente considerati, appaiono convenienti dal punto di vista economico-finanziario nella prospettiva del Gruppo.
39. In base alla documentazione che mi è stata consegnata, la valorizzazione dell'area S. Giulia assunta nello schema dell'Operazione si colloca nell'intorno della stima del valore di mercato dell'area stessa. La predetta stima, in base ai documenti consultati, è stata ottenuta utilizzando le metodologie raccomandate dagli *standard setter* internazionali e quindi allineate alla prassi professionale più accreditata.

Prof. Mario Massari



Mario Massari