



**DOCUMENTO INFORMATIVO RELATIVO AD OPERAZIONI DI
MAGGIORE RILEVANZA CON PARTI CORRELATE**

redatto ai sensi dell'articolo 5 del Regolamento adottato da Consob con delibera n. 17221
del 12 marzo 2010 come successivamente modificato e integrato

**FUSIONE PER INCORPORAZIONE
DI
RAGGIO DI LUNA S.P.A.
IN
BASTOGI S.P.A.**

Data di pubblicazione: 4 luglio 2014

Il presente Documento Informativo è disponibile presso la sede sociale di Bastogi S.p.A., in
Milano, via G.B. Piranesi n. 10 e sul sito *internet* di Bastogi S.p.A. (www.bastogi.com).

SOMMARIO

Premessa.....	3
1. Avvertenze	4
1.1. Rischi connessi a potenziali conflitti di interessi derivanti dalla Fusione	4
2. Informazioni relative alla Fusione	4
2.1. Descrizione delle caratteristiche, modalità, termini e condizioni della Fusione....	4
2.2. Indicazione delle parti correlate con cui l'operazione è stata posta in essere, del relativo grado di correlazione, della natura e della portata degli interessi di tali parti nell'operazione.....	13
2.3. Indicazione delle motivazioni economiche e della convenienza per Bastogi della Fusione.....	14
2.4. Modalità di determinazione del rapporto di cambio e valutazioni circa la sua congruità.....	14
2.5. Illustrazione degli effetti economici, patrimoniali e finanziari della Fusione.....	21
2.6. Incidenza della Fusione sui compensi dei componenti dell'organo di amministrazione di Bastogi e/o di società da questa controllate	22
2.7. Eventuali componenti degli organi di amministrazione e di controllo, direttori generali e dirigenti di Bastogi coinvolti nella Fusione	23
2.8. Conduzione e partecipazione alle trattative - Procedure di approvazione della Fusione.....	23
2.9. Eventuale cumulo di operazioni ai sensi dell'articolo 5, comma 2, del Regolamento Consob	24

Premessa

Il presente documento informativo (il “**Documento Informativo**”) è stato predisposto da Bastogi S.p.A. (“**Bastogi**”) ai sensi dell’articolo 5 del regolamento adottato con delibera Consob n. 17221 del 12 marzo 2010, come successivamente modificato e integrato, recante disposizioni in materia di operazioni con parti correlate (il “**Regolamento Parti Correlate**”) nonché delle “Procedure per le operazioni con parti correlate” approvate dal Consiglio di Amministrazione di Bastogi in data 11 novembre 2010 (le “**Procedure Parti Correlate**”), al fine di illustrare l’operazione di fusione (c.d. inversa) per incorporazione della controllante Raggio di Luna S.p.A. (“**Raggio di Luna**”) nella controllata quotata Bastogi (la “**Fusione**”), operazione che si prevede di sottoporre all’approvazione delle Assemblee Straordinarie di Bastogi e di Raggio di Luna che saranno a tal fine convocate.

Bastogi è una società di diritto italiano con sede in Milano, in via G.B. Piranesi n. 10, le cui azioni sono negoziate sul Mercato Telematico Azionario organizzato e gestito da Borsa Italiana S.p.A..

In considerazione della circostanza che Raggio di Luna detiene una partecipazione di controllo pari al 75,472% del capitale sociale di Bastogi, la Fusione costituisce un’operazione con parti correlate qualificabile come operazione di maggiore rilevanza ai sensi del Regolamento Parti Correlate e delle Procedure Parti Correlate. Pertanto, il comitato per le operazioni con parti correlate di Bastogi (il “**Comitato Parti Correlate**”) è stato coinvolto sin dalla fase iniziale delle trattative e della procedura relative alla Fusione.

La documentazione prevista dalla disciplina stabilita dal codice civile, dal Decreto Legislativo n. 58 del 24 febbraio 1998 (il “**TUF**”) e dal regolamento concernente la disciplina degli emittenti adottato con delibera Consob n. 11971 del 14 maggio 1999, come successivamente modificato e integrato (il “**Regolamento Emittenti**”), in relazione alla Fusione verrà messa a disposizione degli azionisti delle società partecipanti alla Fusione nei modi e nei tempi stabiliti ai sensi della normativa di legge e regolamentare.

Si segnala che Bastogi ha aderito al regime di semplificazione di cui agli articoli 70, comma 8, e 71, comma 1-*bis*, del Regolamento Emittenti avvalendosi della facoltà di derogare agli obblighi di pubblicazione dei documenti informativi previsti da tale regolamento in occasione di specifiche operazioni significative. Pertanto, pur qualificandosi la Fusione come “significativa” ai sensi dell’articolo 70 del Regolamento Emittenti, non verrà predisposto alcun documento informativo *ex* articolo 70, comma 6, del Regolamento Emittenti.

1. Avvertenze

1.1. *Rischi connessi a potenziali conflitti di interessi derivanti dalla Fusione*

Alla data del Documento Informativo, Raggio di Luna controlla Bastogi ai sensi dell'articolo 2359, comma 1, n. 1 del codice civile, detenendo una partecipazione nel capitale sociale di Bastogi pari al 75,472%.

Per completezza di informazione si segnala che nessuno degli attuali amministratori di Bastogi riveste la carica di amministratore anche in Raggio di Luna. Peraltro, alcuni degli attuali amministratori di Bastogi rivestono la carica di amministratore anche in altre società controllate da Raggio di Luna (diverse da Bastogi e dalle sue controllate).

In particolare, gli amministratori di Bastogi di seguito indicati ricoprono anche le seguenti cariche nelle principali società direttamente o indirettamente controllate da Raggio di Luna (diverse da Bastogi e dalle sue controllate):

- (i) il consigliere delegato Andrea Raschi ricopre la carica di (a) amministratore delegato di Brioschi Sviluppo Immobiliare S.p.A. (controllata al 50,057% da Raggio di Luna) (“**Brioschi**”) e (b) amministratore delegato di Milanofiori 2000 S.r.l. (controllata al 100% da Brioschi);
- (ii) il consigliere di amministrazione Giulio Ferrari ricopre la carica di (a) amministratore di Forumnet Holding S.p.A. (controllata al 100% da Raggio di Luna) e (b) presidente del Consiglio di Amministrazione di Forumnet S.p.A. (controllata al 100% da Forumnet Holding S.p.A.);
- (iii) il consigliere di amministrazione Barbara Masella ricopre la carica di amministratore delegato di Infrafin S.r.l. (controllata indirettamente da Sintesi S.p.A., a sua volta controllata al 100% da Raggio di Luna).

Sempre per completezza di informazione si segnala che il socio e amministratore delegato di Raggio di Luna Matteo Giuseppe Cabassi e il socio di Raggio di Luna Paolo Andrea Colombo sono titolari di *warrant* esercitabili in azioni Raggio di Luna. Per effetto della Fusione, tali *warrant* saranno oggetto di concambio con *warrant* esercitabili in azioni Bastogi, come meglio descritto nel successivo Paragrafo 2.1.4.

2. Informazioni relative alla Fusione

2.1. Descrizione delle caratteristiche, modalità, termini e condizioni della Fusione

2.1.1. *Società partecipanti alla Fusione*

Bastogi

Informazioni generali

La società incorporante è Bastogi S.p.A., con sede legale a Milano, in via G. B. Piranesi n. 10, codice fiscale e numero di iscrizione presso il Registro delle Imprese di Milano 00410870588. Il capitale sociale sottoscritto e versato di Bastogi è pari a euro 12.300.000,00, rappresentato da n. 17.787.594 azioni ordinarie prive di indicazione del valore nominale.

Bastogi non è soggetta ad attività di direzione e coordinamento ai sensi dell'articolo 2497 del codice civile. Le azioni di Bastogi sono negoziate sul Mercato Telematico Azionario organizzato e gestito da Borsa Italiana S.p.A..

Sulla base delle informazioni pubbliche alla data del Documento Informativo, il capitale sociale di Bastogi è detenuto per il 75,472% da Raggio di Luna e per il restante 24,528% dal mercato (flottante).

Oggetto sociale

L'oggetto sociale di Bastogi è il seguente: *“La Società ha per oggetto: a) l’assunzione di partecipazioni, la loro gestione ed eventuale dismissione, il coordinamento tecnico, amministrativo e finanziario, comprensivo della concessione di finanziamenti a favore delle società facenti parte del medesimo gruppo societario al quale la società appartiene, il tutto nei confronti esclusivamente delle medesime e quindi non nei confronti del pubblico; b) l’esercizio di attività di progettazione e costruzione, in proprio e per conto di terzi, di opere e impianti di qualsiasi tipo e destinazione nei settori dell’industria, dell’edilizia, del commercio, dell’agricoltura e delle infrastrutture in genere; c) l’esercizio di attività di compravendita, di permuta, di locazione, purché non finanziaria, di amministrazione di immobili, rustici ed urbani di proprietà sociale; d) l’esercizio di attività industriale in particolare nel settore dell’edilizia, della chimica, della meccanica e metallurgia, dell’elettromeccanica e dell’elettronica; e) l’esercizio di attività di trasporto marittimo e terrestre di persone o cose.*

Le attività di cui ai punti precedenti potranno essere svolte nel modo più ampio sia in Italia che all’estero.

La Società può compiere tutte le operazioni commerciali industriali e immobiliari che siano ritenute necessarie e utili per il conseguimento dell’oggetto sociale; la società può inoltre compiere operazioni finanziarie e mobiliari nonché prestare garanzie reali o personali, anche nell’interesse di terzi, purché strumentali alla realizzazione dell’oggetto sociale e non nei confronti del pubblico.

Quanto sopra, in ogni caso, con esclusione delle seguenti attività: le attività professionali riservate, le attività finanziarie riservate per legge a particolari categorie di soggetti e l’esercizio nei confronti del pubblico di attività di assunzione di partecipazioni, di concessione di finanziamenti sotto qualsiasi forma, di prestazione di servizi di pagamento e di intermediazione di cambi ai sensi dell’art. 106 del D. LGS 1.9.93 n. 385.

La Società potrà inoltre ottenere finanziamenti, con obbligo di rimborso, presso i soci in ottemperanza alle decisioni del Comitato Interministeriale per il Credito ed il Risparmio ai sensi dell’art. 11 D LGS 1.9.93 n. 385 e successive modifiche.”.

Attività svolta

Bastogi è una *holding* di partecipazioni attiva principalmente nei settori dei servizi per l’arte (tramite una partecipazione del 99,99% in Open Care S.p.A.) e dell’attività alberghiera (tramite una partecipazione totalitaria in H2C Gestioni S.r.l.).

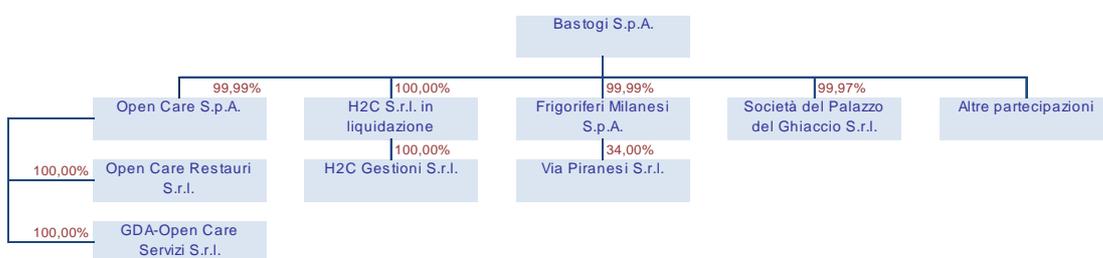
Open Care S.p.A., nata dal processo di riconversione della storica società Frigoriferi Milanesi, offre servizi integrati per la gestione, la valorizzazione e la conservazione di opere d’arte e oggetti preziosi. L’offerta di Open Care è articolata nei settori di *art consulting*, custodia, conservazione e restauro e logistica per l’arte.

H2C Gestioni S.r.l. gestisce alberghi a 4 stelle *business*. Ad oggi sono attive due strutture, una ad Assago (MI) e una a Napoli. Inaugurato a fine 2009, H2C Hotel Milanofiori è una struttura di nuova costruzione, progettata secondo alti *standard* di sostenibilità ambientale. Situato al centro del complesso Milanofiori Nord in Assago (MI), l’*hotel* è composto da 157 camere oltre una *junior suite* e una *suite*, da sale riunioni modulabili, un ristorante, un *lounge bar* e una zona *fitness*. H2C Hotel Napoli è un albergo in stile “*deco*” frutto della ristrutturazione di un immobile degli anni ’30. Oltre alle 85 camere tra *classic*, *executive* e *junior suite*, l’albergo dispone di 3 sale riunioni polifunzionali, un ristorante e una zona benessere.

Bastogi, tramite le sue controllate Frigoriferi Milanesi S.p.A. (controllata al 99,99%) e Società del Palazzo del Ghiaccio S.r.l. (controllata al 99,97%) detiene un patrimonio immobiliare costituito prevalentemente da beni strumentali. Frigoriferi Milanesi S.p.A. è proprietaria di un complesso immobiliare di oltre 30.000 metri quadrati. Nata nel 1899 come fabbrica del ghiaccio e magazzini refrigeranti, Frigoriferi Milanesi, a seguito di un importante intervento di ristrutturazione, è oggi sede degli uffici delle società del Gruppo Bastogi e dei laboratori e dei *caveau* di Open Care S.p.A.. Frigoriferi Milanesi ospita inoltre numerosi enti, aziende, associazioni e studi professionali, operanti nel settore dell'arte, della cultura, della formazione e del *design*. Grazie alla presenza di queste realtà, il complesso Frigoriferi Milanesi è divenuto un centro polivalente di incontri, mostre, proiezioni, spettacoli e concerti.

Appartiene inoltre al Gruppo Bastogi il Palazzo del Ghiaccio, lo storico edificio in stile *liberty* inaugurato nel 1923. Dopo un imponente restauro volto ad armonizzarne l'originale identità estetica con la nuova funzionalità, il Palazzo del Ghiaccio è oggi uno spazio polifunzionale adatto ad ospitare un'ampia tipologia di eventi.

Il grafico che segue illustra, alla data del Documento Informativo, la composizione del Gruppo di società facenti capo a Bastogi.



Organo amministrativo

Il Consiglio di Amministrazione di Bastogi attualmente in carica è composto da n. 7 amministratori come di seguito specificato:

Nominativo	Carica
Carlo Veronelli	Presidente
Matteo Francesco Cataluccio	Vice Presidente
Andrea Raschi	Consigliere Delegato
Maria Adelaide Marchesoni	Amministratore
Barbara Masella	Amministratore
Giulio Davide Giorgio Ferrari	Amministratore
Lia Rosa Sacerdote	Amministratore

Raggio di Luna

Informazioni generali

La società incorporanda è Raggio di Luna S.p.A., con sede legale a Milano, in via G. B. Piranesi n. 10, codice fiscale e numero di iscrizione presso il Registro delle Imprese di Milano 03264120969. Il capitale sociale sottoscritto e versato di Raggio di Luna è pari a euro 40.630.100,00, rappresentato da n. 40.630.100 azioni ordinarie dal valore nominale di euro 1,00 ciascuna.

Le azioni di Raggio di Luna non sono negoziate su alcun mercato regolamentato.

Alla data del Documento Informativo il capitale sociale di Raggio di Luna è detenuto come segue: per il 28,231% da Matteo Giuseppe Cabassi; per il 26,016% da Marco Roberto

Cabassi; per il 19,065% da Mariagabriella Cabassi; per il 19,065% da Maria Chiara Cabassi; e per il 7,623% da Paolo Andrea Colombo.

Raggio di Luna ha attualmente in circolazione complessivi n. 5.235.940 *warrant* che attribuiscono ai portatori il diritto di sottoscrivere n. 1 azione ordinaria di Raggio di Luna di nuova emissione ogni n. 1 *warrant* esercitato, al prezzo unitario di euro 1,12 (i “**Warrant Raggio di Luna**”). I Warrant Raggio di Luna sono attualmente detenuti come segue: (i) n. 4.335.940 *warrant* dal socio Paolo Andrea Colombo (emessi con deliberazione dell’Assemblea Straordinaria dei soci di Raggio di Luna in data 30 giugno 2004); e (ii) n. 900.000 *warrant* dal socio Matteo Giuseppe Cabassi (emessi con deliberazione dell’Assemblea Straordinaria dei soci di Raggio di Luna in data 18 gennaio 2007). Ai sensi dei regolamenti dei Warrant Raggio di Luna, tali *warrant* sono esercitabili esclusivamente dal 1° luglio 2015 al 31 dicembre 2015 (termine ultimo di esercizio dei medesimi).

Raggio di Luna detiene, *inter alia*, il 50,057% di Brioschi, società le cui azioni sono negoziate sul Mercato Telematico Azionario organizzato e gestito da Borsa Italiana S.p.A..

Oggetto sociale

L’oggetto sociale di Raggio di Luna è il seguente: “*La società ha per oggetto: a) l’assunzione la cessione nonché l’amministrazione e la gestione in proprio, a scopo di stabile investimento e non di collocamento, di interessenze e partecipazioni in altre società ed enti in Italia ed all’estero; b) il finanziamento e il coordinamento tecnico e finanziario delle società o enti nei quali partecipa; c) la compravendita, il possesso e la gestione in proprio di titoli pubblici o privati, non quotati o quotati nelle Borse e Valori italiane o estere; d) la prestazione di servizi in campo finanziario, amministrativo, tecnico e commerciale a favore di società partecipate; e) l’acquisto, permuta, vendita, gestione (per conto proprio e/o di società partecipate e non di terzi), locazione, di beni immobili sia rustici che urbani, la costituzione ed estinzione di diritti reali immobiliari in genere.*”

La società può inoltre compiere tutte le operazioni mobiliari, immobiliari, commerciali, industriali e finanziarie nonché prestare fidejussioni, garanzie anche reali per obbligazioni assunte anche da terzi, ogni qualvolta l’organo amministrativo lo ritenga strumentale per il raggiungimento dell’oggetto sociale.

Sono escluse le seguenti attività la raccolta del risparmio per la erogazione del credito, le attività professionali riservate; le attività finanziarie riservate per legge a particolari categorie di soggetti e l’esercizio nei confronti del pubblico di attività di assunzione di partecipazioni e di concessione di finanziamenti sotto qualsiasi forma ai sensi del D. Lgs. 24.02.1998 n. 58 e dell’art. 106 del D. Lgs 1/9/1993 n. 385.”.

Attività svolta

Raggio di Luna è una *holding* di partecipazioni principalmente attiva nei settori dell’immobiliare (attraverso Brioschi, Sintesi S.p.A. e altre società minori), dell’intrattenimento (Forumnet Holding S.p.A.), dei servizi per l’arte e dell’attività alberghiera (attraverso Bastogi).

Con riferimento al settore immobiliare, Raggio di Luna detiene il 50,057% del capitale sociale di Brioschi e possiede alcuni immobili, oltre ad aree di sviluppo, attraverso società controllate direttamente o indirettamente da Sintesi S.p.A. (società a sua volta controllata al 100% da Raggio di Luna).

Brioschi è uno dei principali operatori immobiliari in Italia. L’attività di Brioschi è orientata allo sviluppo integrato di grandi aree urbane mediante la progettazione e la realizzazione di complessi innovativi, che coniugano qualità, eco-sostenibilità e *design*. Brioschi complementa i progetti di sviluppo a medio-lungo termine con investimenti immobiliari a reddito e compravendite di complessi immobiliari.

Brioschi, tramite la controllata Milanofiori 2000 S.r.l., è proprietaria di un'area di 360.000 metri quadrati al confine sud di Milano, nel territorio del Comune di Assago, su cui è in fase avanzata di realizzazione il progetto Milanofiori Nord, un complesso di 218.000 metri quadrati di superficie lorda di pavimento con destinazione terziaria, commerciale e residenziale. Alla data del Documento Informativo sono state ultimate edificazioni per complessivi 159.800 metri quadrati circa, di cui sono stati commercializzati 146.000 metri quadrati circa.

Sempre a sud di Milano, in zona Navigli, Brioschi detiene il complesso storico di via Darwin (ex Istituto Sieroterapico Milanese), frutto di un importante intervento di recupero ultimato nel 2011 che ha previsto la ristrutturazione degli edifici storici e la costruzione di 3 nuove strutture su progetto dello studio Dante O. Benini & Partners Architects.

Brioschi è inoltre proprietaria di una vasta area situata a Santa Cesarea Terme, in provincia di Lecce, in cui si prevede la realizzazione di un complesso residenziale a prevalente destinazione turistica.

Tramite la società Infrafin S.r.l., partecipata per il 49% da Brioschi e per il 51% da Sintesi S.p.A., Raggio di Luna possiede un'area complessiva di circa 1.100.000 metri quadrati nel Comune di Rozzano, dove si prevede lo sviluppo del progetto Milanofiori Sud, un progetto innovativo polifunzionale inserito in un più ampio disegno di valorizzazione della vocazione agricola e della biodiversità del territorio.

Raggio di Luna, mediante la partecipazione del 60% nel capitale sociale di Muggiana S.r.l., è inoltre proprietaria di un'area di 600.000 metri quadrati nel Comune di Milano, denominata "Cascina Muggiano", su cui è previsto un progetto di sviluppo e valorizzazione.

Tramite il Gruppo Forumnet, Raggio di Luna è attiva nel settore dell'intrattenimento. Il Gruppo Forumnet nasce nel 1990 con la costruzione del Forum di Assago (oggi Mediolanum Forum) e nel corso degli anni si sviluppa diventando *leader* in Italia nello spettacolo dal vivo e nella gestione di impianti polifunzionali per la musica, lo spettacolo e lo *sport*.

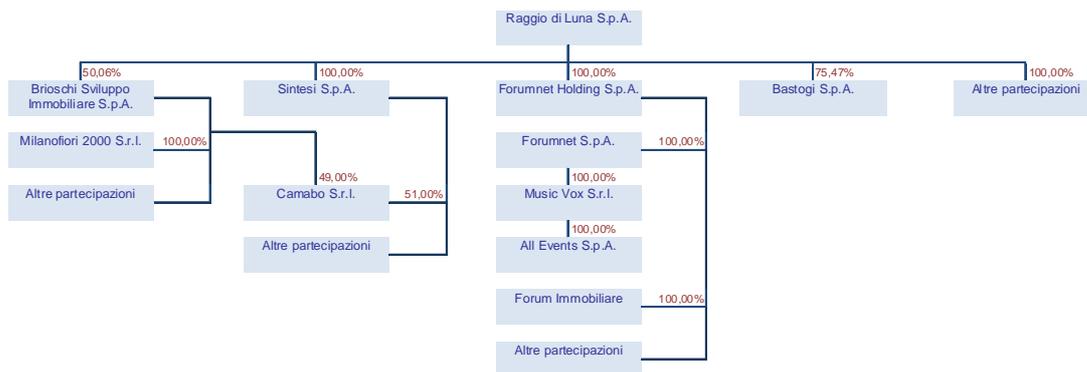
Dal 2003 Forumnet produce anche contenuti attraverso la società Compagnia della Rancia S.r.l., punto di riferimento nella creazione e distribuzione di *musical* in lingua italiana.

Il Gruppo Forumnet gestisce strutture di proprietà (Mediolanum Forum e Teatro della Luna di Milano) e strutture pubbliche (PalaLottomatica di Roma). Ha inoltre gestito e sviluppato altre importanti arene in tutto il territorio italiano (Bologna, Pesaro e Livorno) e la sua professionalità è stata richiesta anche in sede internazionale.

Insieme al PalaLottomatica di Roma, il Mediolanum Forum è l'unica arena italiana a rientrare nella European Arenas Association, che riunisce le maggiori realtà *indoor* europee.

Raggio di Luna opera nel settore dei servizi per l'arte e dell'attività alberghiera tramite la partecipazione del 75,472% detenuta in Bastogi. Per la descrizione dell'attività di Bastogi si rimanda a quanto sopra.

Il grafico che segue illustra, alla data del Documento Informativo, la composizione del Gruppo di società facenti capo a Raggio di Luna.



Organo amministrativo

Il Consiglio di Amministrazione di Raggio di Luna attualmente in carica è composto da n. 6 amministratori come di seguito specificato:

Nominativo	Carica
Marco Roberto Cabassi	Presidente
Matteo Giuseppe Cabassi	Amministratore Delegato
Maria Chiara Cabassi	Amministratore
Mariagabriella Cabassi	Amministratore
Giuseppe Di Giovanna	Amministratore
Paolo Notari	Amministratore

2.1.2. Descrizione della Fusione

La Fusione verrà realizzata mediante incorporazione di Raggio di Luna (*società incorporanda*) in Bastogi (*società incorporante*).

Per effetto della Fusione, Bastogi verrà a detenere tutte le partecipazioni societarie attualmente detenute da Raggio di Luna (e, in particolare, una partecipazione pari al 50,057% nel capitale sociale di Brioschi).

Il progetto di fusione relativo alla Fusione (il “**Progetto di Fusione**”) è stato approvato dai Consigli di Amministrazione di Bastogi e di Raggio di Luna nelle rispettive sedute del 27 giugno 2014. Il Progetto di Fusione è stato predisposto sulla base dei bilanci di esercizio al 31 dicembre 2013 delle società partecipanti alla Fusione che verranno utilizzati quali situazioni patrimoniali di fusione ai sensi e per gli effetti dell’articolo 2501-*quater*, comma 2, del codice civile.

Ai soci di Raggio di Luna verranno assegnate azioni Bastogi di nuova emissione sulla base del rapporto di cambio di cui al successivo Paragrafo 2.1.3. I portatori dei Warrant Raggio di Luna ancora in circolazione alla data di efficacia della Fusione riceveranno, in sostituzione di tali *warrant*, *warrant* esercitabili in azioni Bastogi di nuova emissione (i “**Warrant Bastogi**”) sulla base del medesimo rapporto di cambio.

La Fusione verrà eseguita mediante:

- (i) mantenimento in portafoglio, quali azioni proprie anche ai sensi e per gli effetti dell’articolo 2357-*bis*, comma 1, n. 3), del codice civile, delle n. 13.424.653 azioni Bastogi ad oggi detenute dall’incorporanda Raggio di Luna (che rappresenteranno l’11,25% delle azioni in circolazione di Bastogi *post* Fusione). A partire dalla data di efficacia della Fusione si intenderà costituita una riserva indisponibile pari al valore di bilancio delle azioni proprie che Bastogi verrà a detenere per effetto della Fusione stessa, riserva riveniente dall’avanzo da concambio formatosi in

conseguenza della Fusione, precisandosi che tale avanzo da concambio sarà comunque di ammontare superiore a quello necessario per costituire la riserva indisponibile azioni proprie;

- (ii) aumento del capitale sociale di Bastogi fino a massimi euro 48.691.015,00 (e, quindi, par massimi euro 36.391.015,00), mediante emissione di massime n. 101.575.250 nuove azioni ordinarie, prive di indicazione del valore nominale, che saranno assegnate in concambio ai possessori delle azioni Raggio di Luna in circolazione al momento dell'efficacia della Fusione, in applicazione del rapporto di cambio di cui al successivo Paragrafo 2.1.3.; e
- (iii) ulteriore aumento del capitale sociale di Bastogi per massimi euro 1.308.985,00, mediante emissione di massime n. 13.089.850 nuove azioni ordinarie, prive di indicazione del valore nominale, destinate al servizio dell'esercizio dei Warrant Bastogi che verranno emessi e assegnati in sostituzione dei Warrant Raggio di Luna che non siano stati esercitati alla data di efficacia della Fusione.

Con provvedimento depositato in cancelleria in data 26 maggio 2014 – a seguito di istanza presentata congiuntamente da Bastogi e Raggio di Luna in data 16 maggio 2014 – il Tribunale di Milano ha nominato KPMG S.p.A. quale esperto comune incaricato di redigere la relazione sulla congruità del rapporto di cambio ai sensi e per gli effetti dell'articolo 2501-*sexies* del codice civile.

Il Progetto di Fusione, le relazioni illustrative, la relazione dell'esperto comune sulla congruità del rapporto di cambio e, più in generale, la documentazione prevista dal codice civile, dal TUF e dal Regolamento Emittenti in relazione alla Fusione verranno messi a disposizione degli azionisti delle società partecipanti alla Fusione nei modi e nei tempi stabiliti ai sensi della normativa di legge e regolamentare.

2.1.3. Rapporto di cambio e modalità di assegnazione delle azioni Bastogi

In data 27 giugno 2014 i Consigli di Amministrazione di Bastogi e di Raggio di Luna – avvalendosi delle valutazioni effettuate dai rispettivi *advisors* indipendenti (il Prof. Franco Dalla Sega per Bastogi e il Prof. Maurizio Comoli per Raggio di Luna) e, per quanto riguarda Bastogi, preso atto del motivato parere favorevole del Comitato Parti Correlate – sono pervenuti alla determinazione dei seguenti rapporti di cambio:

- **n. 2,5 azioni ordinarie Bastogi, senza valore nominale, ogni n. 1 azione ordinaria Raggio di Luna;**
- **n. 2,5 Warrant Bastogi ogni n. 1 Warrant Raggio di Luna.**

Non sono previsti conguagli in denaro.

Le azioni ordinarie Bastogi che saranno assegnate in concambio agli azionisti di Raggio di Luna saranno negoziate sul Mercato Telematico Azionario organizzato e gestito da Borsa Italiana S.p.A. e avranno le medesime caratteristiche e conferiranno i medesimi diritti delle azioni Bastogi già in circolazione.

Le azioni ordinarie Bastogi emesse a servizio del concambio saranno messe a disposizione degli azionisti di Raggio di Luna, in regime di dematerializzazione e per il tramite di intermediari autorizzati, a partire dalla data di efficacia della Fusione (ove tale data cada in un giorno di Borsa aperta) ovvero dal primo giorno di Borsa aperta successivo a tale data, con tempi e modalità che saranno resi noti mediante apposito avviso pubblicato su almeno un quotidiano a diffusione nazionale. Nessun onere verrà posto a carico degli azionisti di Raggio di Luna in relazione alle operazioni di concambio.

Ulteriori informazioni sulle modalità di attribuzione delle azioni Bastogi (e dei Warrant Bastogi che verranno assegnati in sostituzione dei Warrant Raggio di Luna) saranno rese note, ove necessario, mediante avviso pubblicato su almeno un quotidiano a diffusione nazionale.

2.1.4. *Trattamento dei warrant*

Per effetto della Fusione, i portatori dei Warrant Raggio di Luna ancora in circolazione alla data di efficacia della Fusione riceveranno, in sostituzione di tali *warrant*, i Warrant Bastogi.

Con riferimento alla sostituzione dei Warrant Raggio di Luna con i Warrant Bastogi (e al fine di garantire l'equivalenza tra i diritti attribuiti dai Warrant Bastogi e i diritti attribuiti dai Warrant Raggio di Luna), Bastogi:

- (i) assegnerà ai portatori dei Warrant Raggio di Luna n. 2,5 Warrant Bastogi ogni n. 1 Warrant Raggio di Luna detenuto, applicando quindi a tali *warrant* il medesimo rapporto di cambio previsto per l'assegnazione di azioni Bastogi agli azionisti di Raggio di Luna (determinato in n. 2,5 azioni Bastogi ogni n. 1 azione Raggio di Luna), tenuto conto della circostanza che il rapporto di esercizio previsto dai regolamenti dei Warrant Raggio di Luna è pari a n. 1 azione Raggio di Luna ogni n. 1 *warrant* esercitato;
- (ii) in considerazione di quanto previsto al precedente punto (i), manterrà inalterato il rapporto di esercizio previsto dai regolamenti dei Warrant Raggio di Luna e, pertanto, i Warrant Bastogi conferiranno il diritto di sottoscrivere n. 1 azione Bastogi ogni n. 1 Warrant Bastogi esercitato;
- (iii) in considerazione di quanto previsto ai precedenti punti (i) e (ii), sempre al fine di garantire l'equivalenza tra i Warrant Bastogi e i Warrant Raggio di Luna, adeguerà il prezzo di esercizio di ciascun *warrant*, che passerà da euro 1,12 attualmente previsto per ciascun Warrant Raggio di Luna a euro 0,448 per ciascun Warrant Bastogi.

L'Assemblea dei soci di Bastogi sarà chiamata a deliberare un aumento di capitale a servizio dei Warrant Bastogi per massimi euro 1.308.985,00, mediante emissione di massime n. 13.089.850 nuove azioni ordinarie prive di indicazione del valore nominale. Le azioni ordinarie Bastogi rivenienti da tale aumento di capitale avranno le medesime caratteristiche e conferiranno i medesimi diritti delle azioni Bastogi già in circolazione.

Bastogi adotterà un regolamento dei Warrant Bastogi sostanzialmente identico all'attuale testo del regolamento dei Warrant Raggio di Luna, ad eccezione:

- (a) del prezzo di esercizio dei *warrant* che, come sopra illustrato, verrà adeguato per tenere conto del rapporto di cambio tra i Warrant Raggio di Luna e i Warrant Bastogi nonché dell'inalterato rapporto di esercizio dei *warrant*;
- (b) della denominazione dei *warrant* che muterà da "Warrant Raggio di Luna spa 2004/31 dicembre 2015" (per i Warrant Raggio di Luna attualmente detenuti da Paolo Andrea Colombo) o "Warrant Raggio di Luna spa 2007/31 dicembre 2015" (per i Warrant Raggio di Luna attualmente detenuti da Matteo Giuseppe Cabassi) in "Warrant Bastogi S.p.A. 2014/31 dicembre 2015"; e
- (c) di ogni altra modifica di natura meramente formale o procedurale che si rendesse eventualmente necessaria al fine di tenere conto della circostanza che l'emittente di tali *warrant* è una società con azioni quotate sul Mercato Telematico Azionario organizzato e gestito da Borsa Italiana S.p.A..

2.1.5. Approvazioni assembleari e diritto di recesso

I Consigli di Amministrazione di Bastogi e di Raggio di Luna sottoporranno alle rispettive Assemblee Straordinarie di Bastogi e di Raggio di Luna, che verranno a tal fine convocate, l'approvazione della Fusione.

Non spetta alcun diritto di recesso in capo ai soci di Bastogi che non concorrano all'adozione della deliberazione assembleare di approvazione del Progetto di Fusione ai sensi dell'articolo 2437, comma 1, lett. a), del codice civile. Inoltre, non si verte nell'ipotesi di applicabilità dell'articolo 2437-*quinquies* del codice civile.

Agli azionisti di Raggio di Luna che non concorrano all'approvazione della deliberazione assembleare di approvazione del Progetto di Fusione spetterebbe il diritto di recesso, ai sensi dell'articolo 2437, comma 1, lett. a), del codice civile, in quanto l'oggetto sociale contenuto nello statuto di Bastogi – società di cui i soci di Raggio di Luna diverranno azionisti per effetto della Fusione – deve considerarsi più ampio dell'oggetto sociale contenuto nello statuto di Raggio di Luna (incluso lo statuto di Bastogi anche attività non contemplate nello statuto di Raggio di Luna). Al riguardo, si segnala che tutti i soci di Raggio di Luna, mediante comunicazione scritta, hanno: (i) dichiarato che non eserciteranno il diritto di recesso agli stessi eventualmente spettante ai sensi di quanto sopra; e, in ogni caso, (ii) autorizzato il Consiglio di Amministrazione di Raggio di Luna a omettere e non dare corso alla procedura volta a determinare e a far conoscere ai soci di Raggio di Luna il valore di liquidazione delle azioni Raggio di Luna per il caso di recesso.

2.1.6. Condizioni della Fusione

Quesito a Consob

Per effetto della Fusione, Bastogi verrebbe a detenere il 50,057% del capitale sociale di Brioschi. Pertanto, l'operazione in esame potrebbe, in astratto e formalmente, rientrare nell'ambito di applicazione dell'articolo 106, comma 1, del Testo Unico della Finanza, con conseguente obbligo in capo a Bastogi *post* Fusione di promuovere un'offerta pubblica di acquisto sulla totalità delle azioni Brioschi non già detenute da Bastogi. Potrebbe inoltre porsi, sempre in via astratta, il tema dell'eventuale obbligo di offerta pubblica sulle azioni Brioschi (non detenute da Bastogi *post* Fusione) da parte di alcuni o tutti i soci di Raggio di Luna, che per effetto della Fusione verrebbero complessivamente e congiuntamente a detenere più del 30% della società quotata Bastogi la quale, a sua volta, detterebbe più del 30% della società quotata Brioschi, con conseguente possibile applicazione della fattispecie dell'"acquisto indiretto" ai sensi e per gli effetti degli articoli 106, comma 3, lett. a) del TUF e 45 del Regolamento Emittenti. In relazione a tali fattispecie, in data 23 maggio 2014 i soci di Raggio di Luna e Bastogi hanno formulato a Consob un apposito quesito circa l'applicabilità dell'esenzione di cui agli articoli 106, comma 5, lett. b) del TUF e 49, comma 1, lett. c) del Regolamento Emittenti (c.d. esenzione per "trasferimenti infragruppo"), con conseguente assenza di alcun obbligo di offerta pubblica di acquisto sulle azioni Brioschi non detenute da Bastogi *post* Fusione.

Rapporti con banche finanziatrici

Per effetto della Fusione, Raggio di Luna verrebbe meno quale autonomo soggetto giuridico, con la conseguenza che le società precedentemente controllate da quest'ultima diverrebbero controllate da Bastogi (la quale, a sua volta, cesserebbe di essere partecipata da Raggio di Luna). Tale circostanza assume, in linea di principio, rilevanza con riferimento a talune previsioni contrattuali di rapporti di finanziamento e/o di garanzia accessori che interessano Raggio di Luna, Sintesi S.p.A. (società direttamente controllata da Raggio di Luna) ("Sintesi") e Bastogi, ai sensi delle quali, a vario titolo, il mutamento dei rapporti di

controllo tra Raggio di Luna e Sintesi e/o Raggio di Luna e Bastogi necessita di un preventivo consenso delle rispettive banche finanziatrici (*i.e.* UniCredit S.p.A., Intesa Sanpaolo S.p.A., Banco Popolare Soc. Coop. e Banca Popolare di Milano S. c. a r.l.).

Nel contesto delle negoziazioni già in essere con le rispettive banche finanziatrici al fine di definire taluni ulteriori aspetti dei relativi rapporti di finanziamento, le suddette società hanno anticipato a UniCredit S.p.A., Intesa Sanpaolo S.p.A., Banco Popolare Soc. Coop. e Banca Popolare di Milano S. c. a r.l. la necessità di ottenere il loro consenso a procedere con la Fusione, come previsto ai sensi dei relativi contratti.

Condizioni sospensive

Per le ragioni sopra esposte, il perfezionamento della Fusione è sospensivamente condizionato alle circostanze che:

- (i) Consob confermi che in conseguenza della Fusione non sorga alcun obbligo di promuovere un'offerta pubblica di acquisto su azioni Brioschi in capo ad alcuno degli attuali soci di Raggio di Luna ovvero in capo a Bastogi (anche per effetto dell'applicazione dell'esenzione di cui agli articoli 106, comma 5, lett. b) del TUF e 49, comma 1, lett. c) del Regolamento Emittenti- c.d. esenzione per "trasferimenti infragruppo");
- (ii) UniCredit S.p.A., Intesa Sanpaolo S.p.A., Banco Popolare Soc. Coop. e Banca Popolare di Milano S. c. a r.l., quali banche creditrici di Sintesi, Bastogi e, in virtù di rapporti di garanzia, di Raggio di Luna, prestino il relativo assenso alla Fusione, ciascuna per quanto di rispettiva competenza ed ai sensi del relativo contratto e con le medesime banche, per quanto di competenza, vengano formalizzati gli ulteriori accordi, attualmente in fase di negoziazione, per la definizione di taluni ulteriori aspetti e modifiche ai rapporti di finanziamento in essere su Sintesi e Bastogi.

2.1.7. Azionariato post Fusione

Tenuto conto del rapporto di cambio della Fusione e assumendo che, antecedentemente la data di efficacia della Fusione, non si verificano modifiche degli attuali assetti azionari di Bastogi e di Raggio di Luna, l'assetto azionario di Bastogi *post* Fusione sarà il seguente:

Soci	Percentuale sul totale delle azioni in circolazione incluse le azioni proprie*
Matteo Giuseppe Cabassi	24,02%
Marco Roberto Cabassi	22,14%
Mariagabriella Cabassi	16,22%
Maria Chiara Cabassi	16,22%
Paolo Andrea Colombo	6,49%
Flottante	3,66%
Azioni proprie	11,25%
Totale	100%
* Le percentuali indicate nella presente tabella non tengono conto degli effetti dell'eventuale esercizio dei Warrant Bastogi.	

2.2. Indicazione delle parti correlate con cui l'operazione è stata posta in essere, del relativo grado di correlazione, della natura e della portata degli interessi di tali parti nell'operazione

Raggio di Luna detiene una partecipazione di controllo pari al 75,472% nel capitale sociale di Bastogi. Pertanto, la Fusione costituisce un'operazione con parti correlate ai sensi dell'articolo 2391-*bis* del codice civile e del TUF. In particolare, ai sensi dell'articolo 3,

comma 1, lett. a) e b), del Regolamento Parti Correlate nonché degli articoli 1.10(a), 1.13 e 1.16(a)(i) delle Procedure Parti Correlate, la Fusione rappresenta un'operazione di maggiore rilevanza.

Per completezza di informazione si rinvia a quanto illustrato nel precedente Paragrafo 1.1.

2.3. Indicazione delle motivazioni economiche e della convenienza per Bastogi della Fusione

La Fusione ha quali principali motivazioni le seguenti:

- (i) la patrimonializzazione di Bastogi;
- (ii) la semplificazione dell'assetto partecipativo del Gruppo; e
- (iii) il miglioramento nella gestione delle attività sociali mediante la razionalizzazione delle strutture di *staff*.

Mediante l'incorporazione di Raggio di Luna, e della conseguente acquisizione da parte di Bastogi delle partecipazioni ad oggi detenute da Raggio di Luna in Brioschi, Forumnet Holding S.p.A. e Sintesi S.p.A., Bastogi rafforzerà la propria struttura patrimoniale.

L'incremento delle dimensioni di Bastogi potrà dare maggior visibilità allo sforzo imprenditoriale del Gruppo, con conseguenti potenziali benefici in termini di attenzione da parte di investitori internazionali e *partner* finanziari. Questo permetterà con più facilità di attirare risorse da poter destinare allo sviluppo delle attività e agli investimenti correlati.

Inoltre, la Fusione permetterà di ottimizzare i flussi finanziari grazie alle potenziali sinergie derivanti da settori di attività con profili diversi di investimento e rendimento (il settore immobiliare con investimenti più elevati e ritorni a medio lungo termine, i settori dell'intrattenimento, dei servizi per l'arte e dell'attività alberghiera con investimenti più moderati e ritorni a breve termine, caratterizzati da differenti andamenti stagionali).

Dall'ottimizzazione delle risorse generate potrebbe derivare un ulteriore accrescimento della scala dimensionale del Gruppo, con conseguenti vantaggi competitivi, e un miglioramento delle condizioni di accesso al mercato dei capitali.

Ulteriore effetto della Fusione è la semplificazione degli assetti proprietari delle società coinvolte ed in particolare del relativo accorciamento della catena partecipativa di Bastogi. Attualmente Bastogi è controllata da Raggio di Luna, che detiene il 75,472% del capitale sociale di Bastogi. Ad esito della Fusione, Bastogi sarà direttamente partecipata dai soci attuali di Raggio di Luna ai quali verranno assegnate, secondo il rapporto di cambio, azioni Bastogi.

La Fusione permetterà inoltre un miglioramento nella gestione delle attività sociali mediante la razionalizzazione delle strutture di *staff*. Con l'accorciamento della catena societaria e l'integrazione dei diversi settori di attività si potrà, in particolare, ottenere una riduzione dei costi di *holding*, nonché sfruttare le opportunità derivanti dalle potenziali sinergie tra le diverse linee di *business*, tramite la condivisione delle migliori pratiche interne e la ridefinizione dei perimetri di attività.

2.4. Modalità di determinazione del rapporto di cambio e valutazioni circa la sua congruità

2.4.1. Situazioni patrimoniali di fusione e documentazione di supporto

Il Progetto di Fusione è stato predisposto sulla base dei bilanci di esercizio al 31 dicembre 2013 delle società partecipanti alla Fusione che verranno utilizzati quali situazioni

patrimoniali di fusione ai sensi e per gli effetti dell'articolo 2501-*quater*, comma 2, del codice civile. Si segnala che il bilancio di esercizio al 31 dicembre 2013 di Bastogi è stato approvato dall'Assemblea Ordinaria dei soci di Bastogi in data 29 aprile 2014 mentre il bilancio di esercizio al 31 dicembre 2013 di Raggio di Luna è stato approvato dall'Assemblea Ordinaria dei soci di Raggio di Luna in data 27 giugno 2014.

Al fine di esprimere un parere sull'interesse di Bastogi al compimento della Fusione nonché sulla convenienza e sulla correttezza sostanziale delle relative condizioni, il Comitato Parti Correlate ha individuato il proprio *advisor* finanziario. La scelta dell'*advisor* finanziario è avvenuta sulla base di una selezione consistente nell'esame dei *curricula* di alcuni professionisti di assoluto rilievo, esperienza professionale e indipendenza. Al termine di tale selezione il Comitato Parti Correlate ha individuato quale proprio *advisor* finanziario il Prof. Franco Dalla Sega, soggetto indipendente di riconosciuta professionalità in materia di economia e gestione aziendale. In particolare, quanto al requisito dell'indipendenza, il Comitato Parti Correlate ha valutato, insieme all'*advisor* individuato, l'assenza di significative relazioni economiche, patrimoniali e finanziarie tra lo stesso *advisor* e Bastogi, Raggio di Luna, società controllate da Bastogi o da Raggio di Luna nonché gli amministratori di tali società, che possano pregiudicare l'indipendenza dell'*advisor* medesimo.

In data 27 giugno 2014 il Prof. Franco Dalla Sega ha rilasciato la propria relazione sui criteri di valutazione da utilizzare nella determinazione del rapporto di cambio della Fusione (la "**Relazione dell'Advisor**"), individuando un intervallo di valori relativi al rapporto di cambio uniformemente idonei a realizzare l'operazione di Fusione. La Relazione dell'Advisor è acclusa in copia al Documento Informativo quale Allegato 1.

Delle valutazioni effettuate dal Prof. Franco Dalla Sega ha deciso di avvalersi anche il Consiglio di Amministrazione di Bastogi al fine di determinare gli elementi economici della Fusione (ivi incluso il rapporto di cambio della Fusione).

Al medesimo fine, il Consiglio di Amministrazione di Raggio di Luna si è avvalso del supporto del Prof. Maurizio Comoli, *advisor* finanziario indipendente di riconosciuta professionalità.

La documentazione di supporto alla determinazione del rapporto di cambio da parte del Consiglio di Amministrazione di Bastogi comprende, in aggiunta ai bilanci sopra richiamati, tra l'altro, i seguenti documenti:

- (i) gli statuti vigenti di entrambe le società partecipati alla Fusione;
- (ii) i regolamenti dei Warrant Raggio di Luna;
- (iii) i bilanci civilistici e consolidati di Bastogi e di Raggio di Luna al 31 dicembre 2011 e 31 dicembre 2012, entrambi assoggettati a revisione contabile da parte di Deloitte & Touche S.p.A.;
- (iv) il resoconto intermedio di gestione di Bastogi al 31 marzo 2014;
- (v) le informazioni pubbliche relative all'andamento dei prezzi di mercato delle azioni Bastogi.

2.4.2. Il rapporto di cambio

Nella riunione del 27 giugno 2014 il Consiglio di Amministrazione di Bastogi, preso atto del motivato parere favorevole del Comitato Parti Correlate, ha approvato i seguenti rapporti di cambio:

- **n. 2,5 azioni ordinarie Bastogi, senza valore nominale, ogni n. 1 azione ordinaria Raggio di Luna;**

- **n. 2,5 Warrant Bastogi ogni n. 1 Warrant Raggio di Luna.**

Gli azionisti di Raggio di Luna, sulla base del rapporto di cambio, riceveranno, proporzionalmente alla percentuale di partecipazione detenuta da ciascuno nel capitale sociale di Raggio di Luna stessa, complessive n. 101.575.250 azioni di Bastogi.

Le azioni ordinarie di Bastogi che verranno emesse e assegnate, in regime di dematerializzazione, agli azionisti di Raggio di Luna avranno data di godimento identica a quella delle azioni ordinarie Bastogi in circolazione alla data di efficacia della Fusione e attribuiranno ai loro titolari diritti equivalenti a quelli spettanti ai titolari delle azioni ordinarie Bastogi in circolazione al momento dell'assegnazione.

Non è previsto alcun conguaglio in denaro.

2.4.3 Metodologie di valutazione utilizzate ai fini della determinazione del rapporto di cambio

La determinazione del rapporto di cambio presuppone la stima del valore della società incorporante Bastogi e della società incorporanda Raggio di Luna.

Tenuto conto delle caratteristiche delle società partecipanti alla Fusione e della finalità dell'operazione, la scelta dei metodi di valutazione per la determinazione del rapporto di cambio ha dovuto temperare un duplice ordine di priorità.

In primo luogo, è stata perseguita l'omogeneità dei metodi di valutazione, quale regola generale per la stima di valori effettivi raffrontabili; in secondo luogo, si è proceduto ad individuare metodi di valutazione adeguati alla situazione concreta delle società interessate alla Fusione, considerando e soppesando ogni specificità interna ed esterna.

Nell'ottica di temperare entrambe le esigenze, tenuto conto che una delle società partecipanti alla Fusione è controllata dall'altra società e della circostanza che solo una di esse è quotata sul mercato borsistico, è stato ritenuto opportuno affiancare all'informativa desumibile dall'adozione del metodo di valutazione patrimoniale semplice (*Net Asset Value - NAV*) quella desumibile dall'analisi delle quotazioni di mercato del titolo Bastogi.

Tale approccio valutativo è evidentemente finalizzato a tenere in considerazione i diversi elementi disponibili per la stima ed è ispirato ad un principio di equità a tutela delle minoranze azionarie di Bastogi.

In tale ottica, è parso ragionevole riconoscere nella valutazione di Bastogi il valore che gli azionisti di minoranza potrebbero in astratto realizzare sul mercato, sul presupposto che l'attuale valorizzazione di Borsa del titolo incorpori potenzialmente alcuni plusvalori impliciti non adeguatamente apprezzabili mediante l'applicazione della metodologia valutativa patrimoniale semplice.

Sono state pertanto, in sostanza, costruite due analisi: (i) una prima analisi, fedele al principio di omogeneità dei criteri valutativi, fondata sull'applicazione del metodo patrimoniale semplice (NAV) sia a Bastogi sia a Raggio di Luna; (ii) una seconda analisi condotta valutando Bastogi al valore di mercato espresso dalla Borsa e mantenendo ferma la valutazione al NAV di Raggio di Luna (salvo per gli effetti connessi alla valutazione di Bastogi, di cui Raggio di Luna detiene il 75,472%, in base al metodo delle quotazioni di mercato).

Il metodo patrimoniale (NAV)

L'analisi patrimoniale, ovvero l'analisi correttiva ed estimativa delle attività e delle passività che compongono il capitale dell'impresa, esprime il valore di un'azienda in funzione del valore attribuibile agli elementi che ne compongono il patrimonio.

L'applicazione del metodo patrimoniale può essere utilmente scomposta nelle seguenti fasi operative:

- (i) la determinazione del patrimonio netto contabile;
- (ii) la revisione e la correzione dei valori contabili delle attività e delle passività del patrimonio aziendale;
- (iii) la riespressione degli elementi attivi non monetari a valori correnti;
- (iv) l'attualizzazione delle attività e delle passività finanziarie;
- (v) la stima, se del caso, di elementi immateriali specifici.

Con riferimento a quest'ultimo punto, va segnalato che a seconda dell'assenza o meno, nel patrimonio oggetto di valutazione, di elementi immateriali non contabilizzati, ma per i quali è possibile procedere ad una valorizzazione motivata e documentata (intangibili specifici), si distinguono metodi patrimoniali semplici e metodi patrimoniali complessi.

Nelle modalità di applicazione, il metodo patrimoniale assume come punto di partenza il patrimonio netto di bilancio espresso da una situazione patrimoniale contabile.

Da tale grandezza, opportunamente revisionata per garantirne la corrispondenza a corrette regole contabili, si procede a riesprimere a valori correnti (di mercato o di stima) gli elementi attivi non monetari e ad attualizzare le attività e le passività finanziarie a medio lungo termine per le quali possono verificarsi differenze tra tassi negoziati e tassi di mercato.

Nella fattispecie in esame, gli elementi attivi che compongono il patrimonio delle società partecipanti alla Fusione sono perlopiù rappresentati da partecipazioni di controllo in altre società e da immobili. Tali componenti patrimoniali sono state sottoposte ad analitici processi di stima, anche avvalendosi dell'ausilio di esperti valutatori (in particolare CB Richard Ellis per le valutazioni degli *asset* immobiliari) e di piani di sviluppo elaborati dal *management* delle società.

L'informazione patrimoniale richiede che sulle plusvalenze potenziali che emergono a seguito del descritto processo valutativo vada stimato il carico fiscale figurativo che esse sottendono. Si tratta, in particolare, di anticipare alla data della valutazione valori destinati ad un probabile realizzo in un tempo futuro indefinito.

Analogamente, l'informazione patrimoniale richiede che vengano considerati anche i vantaggi fiscali connessi all'eventuale emersione di minusvalenze potenziali, nella misura in cui sussisteranno redditi attesi.

Al termine del descritto processo valutativo si giunge alla determinazione di una grandezza definita patrimonio netto rettificato.

Nel caso in esame si è adottato il metodo patrimoniale semplice.

In termini applicativi, il procedimento di determinazione del patrimonio netto rettificato secondo il metodo in parola può essere sintetizzato con la seguente formula:

$$K = PNC + \Delta A + \Delta P$$

dove:

K rappresenta il patrimonio netto rettificato;

PNC rappresenta il patrimonio netto contabile;

ΔA rappresenta il plusvalore/minusvalore delle attività aziendali;

ΔP rappresenta il plusvalore/minusvalore della passività aziendali.

Il metodo delle quotazioni di mercato

Il metodo delle quotazioni di mercato consiste nel riconoscere ad una società un valore pari a quello desumibile dall'andamento del mercato borsistico presso il quale le azioni della medesima sono quotate.

In particolare, il suddetto metodo ipotizza l'efficienza del mercato in cui la società è quotata e si traduce nell'identificazione del suo valore economico in funzione delle quotazioni di Borsa rilevate in un periodo significativo terminante in data prossima a quella di elaborazione della stima.

Nell'ambito dell'applicazione di tale metodo, l'esigenza di mitigare le fluttuazioni di breve periodo che tipicamente caratterizzano i mercati finanziari induce, per prassi, ad analizzare le quotazioni in intervalli temporali di diversa ampiezza, selezionando un prezzo puntuale in data antecedente l'annuncio dell'operazione.

In tal modo si riesce a identificare l'ultimo prezzo che non ha risentito dell'effetto sui mercati conseguente alla divulgazione della notizia dell'operazione.

Nel caso di specie sono stati considerati, quali valori di riferimento ai fini della stima, le quotazioni medie del titolo Bastogi ad orizzonti temporali decorrenti a ritroso dal 14 maggio 2014: media a 3 mesi, 6 mesi e 12 mesi.

Non sono state considerate le quotazioni successive al 14 maggio 2014, giorno di Borsa in cui è stato annunciato al mercato l'avvio degli approfondimenti e degli adempimenti preliminari finalizzati a valutare la possibilità di realizzare la prospettata operazione di Fusione, in quanto si presumono non più rappresentative di valori c.d. *stand alone*.

La valutazione dell'incorporante Bastogi

Seguendo l'impostazione illustrata, la stima del patrimonio netto rettificato (NAV) di Bastogi si è articolata nei seguenti passaggi applicativi:

- (i) la determinazione del patrimonio netto contabile consolidato di Bastogi;
- (ii) la stima del valore corrente delle componenti patrimoniali di Bastogi al fine di individuare eventuali plusvalori/minusvalori inespresi, al netto del correlato effetto fiscale;
- (iii) la stima del plusvalore latente connesso alla riportabilità nel tempo di perdite fiscali pregresse di Bastogi e di società dalla stessa controllate.

Tramite l'applicazione del metodo del patrimonio netto rettificato il valore dell'incorporante Bastogi ammonta a 17.679 migliaia di euro, come meglio riepilogato nella tabella che segue:

P.N. CONTABILE BASTOGI AL 31 DICEMBRE 2013	4.578
Plusvalori netti sulle proprietà immobiliari	6.738
Plusvalore comparto operativo	4.367
Valore economico perdite pregresse	1.996
P.N. RETTIFICATO BASTOGI AL 31 DICEMBRE 2013	17.679

(dati in migliaia di euro)

Con riferimento alla valutazione di Bastogi sulla base dell'applicazione del metodo delle quotazioni di mercato, è stato considerato un arco temporale sufficientemente ampio al fine di neutralizzare per compensazione le fluttuazioni di breve periodo. Tenuto conto del forte apprezzamento a partire dalla fine del mese di gennaio 2014, è stata quantificata, da un lato, la media semplice delle quotazioni di mercato relativa a due orizzonti temporali (3 e 6 mesi solari) e, dall'altro lato, la media semplice delle quotazioni di mercato nel più ampio intervallo temporale di 12 mesi. In entrambi i casi, gli orizzonti temporali di osservazione terminano il 14 maggio 2014.

I valori di Bastogi risultanti dall'applicazione del metodo delle quotazioni di mercato sono sintetizzati nella tabella che segue:

DESCRIZIONE	VALORE BASTOGI
media a 3 mesi	37.112
media a 6 mesi	52.521
VALORE MEDIO 3 – 6 MESI	44.817
MEDIA A 12 MESI	25.726

(dati in migliaia di euro)

La valutazione dell'incorporanda Raggio di Luna

La valutazione di Raggio di Luna secondo la metodologia patrimoniale semplice (NAV) ha richiesto, in sintesi, la determinazione del patrimonio netto contabile di Raggio di Luna, il calcolo dei valori correnti degli *asset*, l'accertamento di eventuali plusvalenze/minusvalenze e del correlato gravame fiscale, per arrivare a determinare il patrimonio netto rettificato. Il valore economico di Raggio di Luna ai fini della Fusione, stimato tramite l'applicazione della metodologia patrimoniale semplice a tutte le componenti patrimoniali (ivi compresa la partecipazione in Bastogi), è pari a 225.245 migliaia di euro, come rappresentato nella seguente tabella.

P.N. CONTABILE RDL AL 31 DICEMBRE 2013	167.049
Plusvalore netto BRIOSCHI	11.909
Plusvalore netto BASTOGI (NAV)	-
Plusvalore netto FORUMNET	20.526
Plusvalore netto SINTESI	25.761
P.N. RETTIFICATO RDL AL 31 DICEMBRE 2013	225.245

(dati in migliaia di euro)

Il valore economico di Raggio di Luna, mantenendo ferma la valutazione al NAV delle componenti patrimoniali ad eccezione della partecipazione del 75,472% in Bastogi e prendendo in considerazione il valore di mercato di Bastogi secondo differenti prospettive temporali dell'andamento del titolo in Borsa, è individuabile in un intervallo tra 231.319 migliaia di euro e 245.569 migliaia di euro.

In particolare, in corrispondenza della valutazione di Bastogi secondo il metodo delle quotazioni medie di mercato a 3 e 6 mesi la composizione del patrimonio netto rettificato di Raggio di Luna è rappresentata nella seguente tabella.

P.N. CONTABILE RDL AL 31 DICEMBRE 2013	167.049
Plusvalore netto BRIOSCHI	11.909
Plusvalore netto BASTOGI (mercato, media 3-6 mesi)	20.324
Plusvalore netto FORUMNET	20.526
Plusvalore netto SINTESI	25.761
P.N. RETTIFICATO RDL AL 31 DICEMBRE 2013	245.569

(dati in migliaia di euro)

In corrispondenza della valutazione di Bastogi desunta dalla media delle quotazioni nei 12 mesi antecedenti al 14 maggio 2014, la composizione del patrimonio netto rettificato di Raggio di Luna è rappresentata nella seguente tabella.

P.N. CONTABILE RDL AL 31 DICEMBRE 2013	167.049
Plusvalore netto BRIOSCHI	11.909
Plusvalore netto BASTOGI (mercato a 12 mesi)	6.074
Plusvalore netto FORUMNET	20.526
Plusvalore netto SINTESI	25.761
P.N. RETTIFICATO RDL AL 31 DICEMBRE 2013	231.319

(dati in migliaia di euro)

Sintesi valutative

Sulla base di quanto illustrato e tenuto conto della presenza di *warrant* (si veda di seguito), l'intervallo di congruità del rapporto di cambio tra azioni Bastogi e azioni Raggio di Luna risulta definito dai seguenti limiti.

MIN			MAX
NAV RDL/MKT BAST. A 3-6 MESI	NAV RDL/MKT BAST. A 3-6-12 MESI	NAV RDL/MKT BAST. A 12 MESI	NAV RDL/NAV BAST.
2,175 : 1	2,488 : 1	3,575 : 1	5,070 : 1

Nello specifico, tramite l'applicazione del metodo patrimoniale semplice per la stima del valore economico delle società partecipanti alla Fusione, si perverrebbe alla determinazione di un rapporto di cambio di 5,070 azioni Bastogi per ogni azione Raggio di Luna.

Secondo un approccio ispirato al principio di equità a tutela delle minoranze azionarie di Bastogi, si sono quindi prese in considerazione le indicazioni di valore economico delle società partecipanti alla Fusione desumibili dalle quotazioni di Bastogi in diversi orizzonti temporali terminanti il 14 maggio 2014.

In particolare, sulla base delle quotazioni di mercato di Bastogi rilevate dalla media semplice a 3 e a 6 mesi solari, si perviene alla determinazione di un rapporto di cambio di 2,175 azioni Bastogi per ogni azione Raggio di Luna.

La valutazione di Bastogi sulla base delle quotazioni di mercato medie degli ultimi 12 mesi solari conduce, invece, alla determinazione di un rapporto di cambio di 3,575 azioni Bastogi per ogni azione Raggio di Luna.

Infine, ad ulteriore integrazione delle osservazioni rilevate, si riporta che, sulla base della media semplice a 3, 6 e 12 mesi solari delle quotazioni di mercato di Bastogi, si perviene alla determinazione di un rapporto di cambio di 2,488 azioni Bastogi per ogni azione Raggio di Luna.

Si specifica che ai fini della determinazione del rapporto di cambio si è considerato che a valere sul capitale sociale di Raggio di Luna sono in circolazione n. 5.235.940 *warrant* esercitabili dal 1° luglio 2015 al 31 dicembre 2015, al prezzo unitario di euro 1,12.

Verificata la convenienza economica all'esercizio dei *warrant*, si è tenuto conto, nella stima del valore economico di Raggio di Luna, sia del corrispettivo complessivo richiesto ai titolari dei *warrant* per l'esercizio degli stessi (5.864 migliaia di euro), sia del valore economico attribuibile alle azioni virtualmente spettanti ai titolari medesimi.

Ciò posto, il rapporto di cambio teorico è stato individuato sulla base della seguente proporzione:

$$\mathbf{W\ RDL / W\ BASTOGI \times N\ BASTOGI / N\ RDL}$$

dove:

W RDL rappresenta il valore effettivo attribuito a Raggio di Luna;

W BASTOGI rappresenta il valore effettivo attribuito a Bastogi;

N BASTOGI il numero delle azioni della incorporante;

N RDL il numero delle azioni della incorporanda.

Il Consiglio di Amministrazione di Bastogi, dopo aver esaminato i risultati derivanti dall'applicazione delle metodologie sopra descritte e tenuto conto delle indicazioni del proprio *advisor* finanziario, è quindi pervenuto, anche in un'ottica di tutela delle minoranze azionarie di Bastogi, alla determinazione del rapporto di cambio, individuandolo in n. 2,5 azioni Bastogi ogni n. 1 azione Raggio di Luna.

Come previsto ai sensi dell'articolo 2501-*sexies* del codice civile, la società di revisione KPMG S.p.A., nominata dal Tribunale di Milano su istanza congiunta di Bastogi e Raggio di Luna, redigerà una relazione sulla congruità del rapporto di cambio esprimendosi anche sull'adeguatezza e sulla corretta applicazione dei metodi adottati per la determinazione dello stesso.

2.5. Illustrazione degli effetti economici, patrimoniali e finanziari della Fusione

La Fusione produrrà effetti ai sensi dell'articolo 2504-*bis*, commi 1 e 2, del codice civile a partire dalla data dell'ultima delle iscrizioni dell'atto di fusione presso il Registro delle Imprese ovvero dalla data successiva che sarà indicata nell'atto di fusione.

A partire dalla data di efficacia della Fusione l'incorporante Bastogi subentrerà in tutti i rapporti giuridici attivi e passivi facenti capo all'incorporanda Raggio di Luna.

Ai fini contabili, le operazioni dell'incorporanda Raggio di Luna saranno imputate al bilancio dell'incorporante Bastogi a partire dalla medesima predetta data di efficacia

indicata ai sensi dell'articolo 2504-*bis*, commi 1 e 2, del codice civile. Dalla stessa data decoreranno anche gli effetti fiscali.

Da un punto vista contabile l'operazione di fusione inversa di Raggio di Luna in Bastogi si configura come una operazione c.d. "*under common control*" in quanto l'incorporazione di Raggio di Luna in Bastogi non modifica il perimetro di riferimento dell'attuale Gruppo Raggio di Luna.

Per tale motivo i principali dati economici, patrimoniali e finanziari consolidati di Raggio di Luna possono essere considerati idonei a fornire una rappresentazione dell'entità "*Bastogi post Fusione*".

Pertanto, si riportano nel seguito alcuni parametri economico, patrimoniali e finanziari consolidati di Raggio di Luna al 31 dicembre 2013:

<u>Parametro*</u>	(milioni di euro)
Valore della produzione	89,6
Risultato operativo	2,4
Capitale investito netto	487,0
Posizione finanziaria netta	391,7

* I dati riportati sono stati predisposti secondo i principi contabili nazionali. Non sono stati considerati gli effetti di eventuali rettifiche pro-forma e/o di armonizzazione dei principi contabili.

Per quanto concerne gli aspetti patrimoniali, si rinvia alle operazioni di Bastogi di mantenimento in portafoglio, quali azioni proprie, delle azioni Bastogi detenute da Raggio di Luna nonché di aumento di capitale connesse alla Fusione descritte nel precedente Paragrafo 2.1.2..

Ulteriori informazioni finanziarie dirette a illustrare gli effetti della Fusione saranno rese pubbliche nei modi e tempi previsti dalla normativa applicabile.

Al fine della verifica del superamento delle soglie di maggiore rilevanza ai sensi delle Procedure Parti Correlate, si è fatto riferimento agli indici di cui all'Allegato 3 del Regolamento Parti Correlate. In particolare, sulla base dei dati consolidati al 31 dicembre 2013, l'indice di rilevanza dell'attivo, dato dal rapporto tra il totale attivo di Raggio di Luna (pari a 635.986 migliaia di euro) e il totale attivo di Bastogi (pari a 48.754 migliaia di euro) e l'indice di rilevanza delle passività, dato dal rapporto tra il totale delle passività di Raggio di Luna (pari a 540.687 migliaia di euro) e il totale attivo di Bastogi (pari a 48.754 migliaia di euro), risultano superiori alla soglia del 5%.

2.6. Incidenza della Fusione sui compensi dei componenti dell'organo di amministrazione di Bastogi e/o di società da questa controllate

A seguito dell'esecuzione della Fusione non sono previste modifiche ai compensi da riconoscere ai componenti dell'organo di amministrazione di Bastogi e/o delle società dalla stessa controllate.

2.7. Eventuali componenti degli organi di amministrazione e di controllo, direttori generali e dirigenti di Bastogi coinvolti nella Fusione

Nella Fusione non sono coinvolti, quali parti correlate, componenti degli organi di amministrazione e di controllo, direttori generali e dirigenti di Bastogi.

Per completezza di informazione si rinvia a quanto illustrato nel precedente Paragrafo 1.1.

2.8. Conduzione e partecipazione alle trattative - Procedure di approvazione della Fusione

Il Comitato Parti Correlate è stato coinvolto sin dalla fase iniziale e della successiva istruttoria della Fusione mediante un flusso informativo costante e adeguato proveniente dal *management* e dalle strutture di Bastogi coinvolte nella Fusione.

Infatti, a seguito della riunione del Consiglio di Amministrazione di Bastogi del 14 maggio 2014 che ha deliberato di procedere con gli approfondimenti e adempimenti preliminari finalizzati a valutare la fattibilità della Fusione:

- (i) in data 15 maggio 2014 il Comitato Parti Correlate si è riunito per avviare l'attività istruttoria ai sensi delle Procedure Parti Correlate e ha deliberato all'unanimità di individuare il Prof. Franco Dalla Sega quale *advisor* finanziario indipendente a supporto delle valutazioni del Comitato medesimo in relazione alla Fusione;
- (ii) in data 16 maggio 2014 il Presidente del Comitato Parti Correlate ha partecipato a un incontro alla presenza di alcuni amministratori di Bastogi e di Raggio di Luna nonché degli *advisor* finanziari di tali società, incontro dedicato alla condivisione di procedure, metodi e tempistiche della Fusione; il contenuto di tale incontro è stato oggetto di successiva condivisione in una riunione del Comitato stesso tenutasi il 20 maggio 2014;
- (iii) in data 26 maggio 2014 il Comitato Parti Correlate ha partecipato alla riunione congiunta degli organi di controllo del Gruppo Bastogi (Collegio Sindacale, Organismo di Vigilanza e *Internal Audit*) e, in merito alle operazioni con parti correlate, ha aggiornato i presenti sullo stato avanzamento dei lavori relativi al progetto di fusione e sul primo incontro con l'*advisor* incaricato da Bastogi;
- (iv) in data 3 giugno 2014 il Comitato Parti Correlate, nella persona di Barbara Masella, ha partecipato a un incontro alla presenza di alcuni amministratori, dirigenti e rappresentanti delle funzioni societarie di Bastogi nonché dell'*advisor* e dell'esperto indipendente nominato dal Tribunale di Milano *ex* articolo 2501-*sexies* del codice civile (KPMG S.p.A.), nel corso del quale è stata presentata a tale esperto l'operazione e sono state illustrate le procedure e le tempistiche indicative della Fusione; il contenuto di tale incontro è stato oggetto di successiva condivisione in una riunione del Comitato stesso tenutasi il 4 giugno 2014;
- (v) in data 18 giugno 2014 le dott.sse Masella e Sacerdote, in rappresentanza del Comitato Parti Correlate, hanno partecipato a un incontro, alla presenza di alcuni amministratori, dirigenti e rappresentanti delle funzioni societarie di Bastogi nonché dell'*advisor* di Bastogi e di KPMG S.p.A., finalizzato ad illustrare le prime conclusioni dell'*advisor* in merito alle valutazioni da utilizzare per la determinazione del rapporto di cambio; il contenuto di tale incontro è stato oggetto di condivisione in una riunione del Comitato stesso tenutasi il 19 giugno 2014;
- (vi) in data 24 giugno 2014 il Comitato Parti Correlate ha ampiamente relazionato gli organi di controllo di Bastogi (Collegio Sindacale, Organismo di Vigilanza e *Internal*

Audit) in merito allo stato di avanzamento della procedura di Fusione riferendo circa l'attività svolta;

- (vii) in data 27 giugno 2014 il Prof. Franco Dalla Sega ha illustrato la Relazione dell'Advisor a beneficio del Comitato Parti Correlate (nonché del Consiglio di Amministrazione di Bastogi) con riferimento alla congruità delle condizioni della Fusione;
- (viii) sempre in data 27 giugno 2014 il Comitato Parti Correlate si è riunito e ha espresso, con delibera all'unanimità, motivato parere favorevole sull'interesse di Bastogi alla realizzazione della Fusione nonché sulla convenienza e sulla correttezza sostanziale delle relative condizioni. Tale parere è accluso in copia al Documento Informativo quale Allegato 2.

Il Progetto di Fusione è stato approvato dal Consiglio di Amministrazione di Bastogi in data 27 giugno 2014 con il voto favorevole di tutti gli amministratori.

2.9. Eventuale cumulo di operazioni ai sensi dell'articolo 5, comma 2, del Regolamento Consob

Non applicabile.

* * *

Allegati:

- 1 Relazione dell'Advisor.
- 2 Parere del Comitato Parti Correlate.

**RELAZIONE SUI CRITERI DI VALUTAZIONE ALLA BASE
DELLA DETERMINAZIONE DEL RAPPORTO DI CAMBIO
NELL'OPERAZIONE DI FUSIONE INVERSA PER
INCORPORAZIONE DI RAGGIO DI LUNA SPA IN BASTOGI
SPA.**

prof. Franco Dalla Sega

Milano, 27 giugno 2014



INDICE

1.	Introduzione	pag.	3
	1.1 <i>Oggetto e ambito dell'incarico</i>	"	3
	1.2 <i>Data di riferimento dell'operazione</i>	"	4
2.	Avvertenze e fonti informative	"	6
3.	Le società interessate all'operazione	"	12
4.	Lineamenti dell'operazione di fusione	"	18
5.	Metodi di valutazione adottati	"	19
	5.1 <i>La scelta dei metodi di valutazione</i>	"	19
6.	L'applicazione dei metodi di valutazione adottati: la valutazione della Incorporante	"	23
	6.1 <i>I risultati dell'applicazione del metodo patrimoniale semplice</i>	"	23
	6.2 <i>I risultati del metodo delle quotazioni di mercato</i>	"	26
	6.3 <i>Le sintesi valutative</i>	"	26
7.	L'applicazione del metodo di valutazione adottato: la valutazione della Incorporanda	"	28
8.	Le sintesi valutative: il rapporto di cambio	"	38

1. INTRODUZIONE

In data 14 maggio 2014 i Consigli di Amministrazione di **Bastogi SpA** (di seguito, **BASTOGI** e/o **INCORPORANTE**) e di **Raggio di Luna SpA** (di seguito, **RDL** e/o **INCORPORANDA**, congiuntamente le **SOCIETÀ**) hanno approvato e comunicato al mercato l'intenzione di dare avvio ad una operazione di ristrutturazione societaria finalizzata:

- a) alla patrimonializzazione di **BASTOGI**;
- b) alla semplificazione dell'assetto partecipativo di **RDL**;
- c) al miglioramento nella gestione delle attività sociali mediante la razionalizzazione delle strutture di *staff*.

La prospettata ristrutturazione societaria verrebbe realizzata mediante un'operazione di fusione inversa da attuarsi attraverso l'incorporazione di **RDL** in **BASTOGI** (di seguito, la **FUSIONE**).

Per effetto della **FUSIONE**, **BASTOGI** verrebbe a detenere tutte le partecipazioni societarie attualmente detenute da **RDL**, ivi inclusa la partecipazione del 50,057% nel capitale sociale di **Brioschi Sviluppo Immobiliare SpA** (di seguito, **BRIOSCHI**), società con azioni negoziate sul Mercato Telematico Azionario organizzato e gestito da Borsa Italiana SpA.

1.1 Oggetto e ambito dell'incarico

In data 15 maggio 2014 il Consiglio di Amministrazione di **BASTOGI**, anche su impulso del Comitato Parti Correlate, ha conferito allo scrivente Prof. Franco Dalla Sega, professore associato di Economia Aziendale nell'Università Cattolica del Sacro Cuore di Milano, l'incarico di fornire elementi, dati e riferimenti utili per la determinazione del rapporto di cambio idoneo a realizzare l'operazione straordinaria sopra richiamata (di seguito, l'**INCARICO**).

Nella prospettiva di realizzare l'operazione in esame, analogo incarico è stato conferito da **RDL** al Prof. Maurizio Comoli, professore ordinario di Economia Aziendale e valutazioni d'azienda nell'Università del Piemonte Orientale, il quale è stato chiamato a fornire assistenza all'Organo Amministrativo con la medesima finalità del lavoro dello scrivente.

Nell'adempimento dell'**INCARICO** loro assegnato, i Consulenti hanno collaborato e sono arrivati a condividere l'approccio valutativo, oltre che i risultati delle indagini estimative svolte.

Non è oggetto dell'**INCARICO** l'analisi degli aspetti strutturali e delle conseguenze fiscali della prospettata operazione di **FUSIONE**.

Nei limiti dell'**INCARICO** conferito, la presente Relazione è stata redatta per uso interno ed esclusivo del Comitato Parti Correlate e del Consiglio di Amministrazione di **BASTOGI** a supporto delle determinazioni di propria competenza da sottoporre alla

convocanda Assemblea degli Azionisti chiamata a deliberare in merito all'operazione di FUSIONE.

Ciò posto, le analisi e le valutazioni contenute nella presente Relazione hanno il solo scopo di individuare un intervallo di valori relativo al rapporto di cambio ritenuto idoneo ai fini della prospettata FUSIONE. Ne consegue che i valori attribuiti alle SOCIETÀ partecipanti alla FUSIONE, da assumersi quali valori relativi significativamente raffrontabili nella determinazione del concambio, non possono, né potranno, essere utilizzati per finalità diverse da quelle indicate nell'INCARICO, fermo restando il diritto di renderne pubblico il contenuto in ottemperanza a norme legislative e/o regolamentari.

Si segnala, altresì, che le conclusioni esposte nella presente Relazione sono basate sul complesso delle valutazioni ivi contenute e, pertanto, nessuna parte della stessa potrà essere utilizzata disgiuntamente dalle altre parti.

Infine, la Relazione non deve essere interpretata dagli Azionisti di BASTOGI quale raccomandazione relativa all'esercizio del diritto di voto nella convocanda Assemblea straordinaria chiamata a deliberare l'operazione.

1.2 Data di riferimento dell'operazione

Le situazioni economiche e patrimoniali di riferimento delle SOCIETÀ interessate all'operazione di FUSIONE sulle quali è basata la presente Relazione sono quelle al 31 dicembre 2013.

Nessuna modifica della situazione patrimoniale, finanziaria ed economica, di mercato e/o di altra natura successiva alla data di riferimento è stata presa in considerazione, fatto salvo quanto desumibile:

- dal Resoconto Intermedio di gestione di BASTOGI al 31 marzo 2014, approvato dal Consiglio di Amministrazione in data 14 maggio 2014, da cui emerge un risultato consolidato netto di periodo negativo di Euro 1,3 milioni rispetto alla perdita di Euro 1,4 milioni del corrispondente periodo dell'esercizio precedente;
- dal Resoconto Intermedio di gestione di BRIOSCHI al 31 marzo 2014, approvato dal Consiglio di Amministrazione in data 14 maggio 2014, da cui emerge un risultato consolidato positivo di Euro 1,9 milioni rispetto alla perdita di Euro 2,2 milioni riferita al 31 marzo 2013;
- dal Comunicato Stampa diffuso al mercato in data 23 maggio 2014 da BRIOSCHI avente ad oggetto l'acquisizione di piena efficacia della convenzione per la ristrutturazione dell'indebitamento finanziario sottoscritta in data 22 aprile 2014;
- dal Comunicato Stampa diffuso al mercato in data 27 maggio 2014 da Milanofiori 2000 Srl, società controllata da BRIOSCHI, avente ad oggetto la cessione a terzi dell'immobile convenzionalmente denominato "U10" situato nel complesso di Milanofiori Nord;
- dalla dinamica dei valori di mercato dei titoli azionari BASTOGI e BRIOSCHI fino al 14 maggio 2014, data in cui i Consigli di Amministrazione delle SOCIETÀ hanno dato

comunicazione al mercato dell'avvio degli approfondimenti e degli adempimenti finalizzati a valutare la possibilità di realizzare la FUSIONE.

Le considerazioni svolte nella presente Relazione, e le valutazioni ivi contenute, sono state effettuate sul presupposto che sino alla data di efficacia della FUSIONE non intervengano variazioni rilevanti.

2. AVVERTENZE E FONTI INFORMATIVE

In ordine allo svolgimento dell'INCARICO e alla redazione della presente Relazione, lo scrivente si è avvalso delle informazioni e dei dati economici, patrimoniali e finanziari, storici e prospettici, forniti da BASTOGI, facendo affidamento sulla loro veridicità, accuratezza e completezza e non procedendo, quindi, a verifiche autonome ed indipendenti. Lo scrivente non è pertanto in grado di esprimere alcun giudizio, né si assume alcuna responsabilità, in merito all'accuratezza e alla completezza dei dati contenuti nei documenti economico-finanziari storici e prospettici, né degli altri elementi conoscitivi utilizzati ai fini della valutazione.

Il lavoro svolto, e le considerazioni riportate nella presente Relazione, devono essere interpretate tenuto conto di quanto di seguito indicato:

- le SOCIETÀ partecipanti alla FUSIONE sono state considerate in ipotesi di continuità aziendale, senza sostanziali mutamenti di direzione e gestione operativa;
- la valutazione è stata effettuata sulla base degli elementi previsionali ragionevolmente ipotizzabili, pertanto, non si è tenuto conto della possibilità del verificarsi di eventi esogeni di natura straordinaria o non prevedibile;
- la valutazione è stata effettuata sulla base dell'attuale configurazione e delle prospettive future di ciascuna delle SOCIETÀ partecipanti alla FUSIONE, senza tenere conto delle potenziali sinergie derivanti dall'operazione;
- nell'utilizzo dei dati previsionali e delle analisi finanziarie che sono state fornite dal *management* delle SOCIETÀ partecipanti alla FUSIONE, si è ritenuto che queste siano state predisposte in modo obiettivo e su presupposti che riflettono le migliori previsioni attualmente disponibili;
- le analisi e le elaborazioni contenute nella presente Relazione sono fondate sulla previsione che la FUSIONE sia completata nei termini e nei tempi previsti.
A tale riguardo si segnala che il perfezionamento della FUSIONE è sospensivamente condizionato al verificarsi delle seguenti circostanze: *i)* CONSOB confermi che dall'operazione non sorga alcun obbligo di promuovere un'offerta pubblica di acquisto su azioni BRIOSCHI in capo ad alcuno degli attuali soci RDL, ovvero in capo a BASTOGI post FUSIONE; *ii)* gli Istituti Finanziari creditori di Sintesi SpA e di BASTOGI, in virtù di rapporti di garanzia di RDL, prestino il relativo assenso alla FUSIONE, ciascuno per quanto di rispettiva competenza.

Per lo svolgimento dell'INCARICO lo scrivente ha acquisito ed esaminato i seguenti elementi contabili ed informativi forniti anche in occasione di incontri con il *management* delle SOCIETÀ partecipanti alla FUSIONE:

- ❖ la Relazione del Consigliere delegato di BASTOGI al Consiglio di Amministrazione del 14 maggio 2014;

- ❖ la Relazione dell'Amministratore delegato di RDL al Consiglio di Amministrazione del 14 maggio 2014;
- ❖ la Relazione Finanziaria Annuale del Gruppo BASTOGI al 31 dicembre 2013;
- ❖ il Resoconto Intermedio di gestione del Gruppo BASTOGI al 31 marzo 2014;
- ❖ il Progetto di Bilancio civilistico e consolidato di RDL relativo all'esercizio 2013, corredato della Relazione sulla gestione;
- ❖ il Bilancio civilistico e consolidato di RDL relativo all'esercizio 2012, corredato della Relazione sulla gestione;
- ❖ la Relazione Finanziaria Annuale del Gruppo BRIOSCHI al 31 dicembre 2013;
- ❖ il Resoconto Intermedio di gestione del Gruppo BRIOSCHI al 31 marzo 2014;
- ❖ la Situazione Patrimoniale ed Economica consolidata di Forumnet Holding SpA al 31 dicembre 2013;
- ❖ il Bilancio d'esercizio di Forumnet Holding SpA al 31 dicembre 2013;
- ❖ il Progetto di Bilancio civilistico di Sintesi SpA relativo all'esercizio 2013;
- ❖ il Bilancio civilistico di Sintesi al 31 dicembre 2012;
- ❖ il Bilancio d'esercizio di Milanofiori 2000 Srl al 31 dicembre 2013;
- ❖ il Bilancio d'esercizio di Camabo Srl al 31 dicembre 2013;
- ❖ il Bilancio d'esercizio di Infrafin Srl al 31 dicembre 2013;
- ❖ il Bilancio d'esercizio di Milanofiori Energia SpA al 31 dicembre 2013;
- ❖ i Regolamenti dei *warrant* RDL con i correlati verbali di Assemblea straordinaria;
- ❖ *"Accordo di ristrutturazione dell'indebitamento finanziario di talune società del Gruppo Brioschi"*;
- ❖ *"Milanofiori 2000 Srl - Piano Industriale e finanziario 2013-2017 - Relazione di attestazione ex art. 67 c. 3 lettera d) l.f."* del 30 luglio 2013;
- ❖ *"Brioschi Sviluppo Immobiliare SpA, Bright Srl, Mip 2 Srl, Maimai Srl, S'Isca Manna Srl e Milanofiori Energia SpA - Piano Industriale e finanziario 2013-2017 - Aggiornamento attestazione ex art. 67 c. 3 lettera d) l.f."* del 31 gennaio 2014;
- ❖ *"Addendum al Piano industriale e finanziario 2013-2017 relativo a BSI ed alcune controllate del 25 gennaio 2014"* del 18 aprile 2014;
- ❖ *Impairment test* H2C Gestioni SpA al 31 dicembre 2013 con *"chiusura gestionale alberghi marzo 2014"*;
- ❖ *Impairment test* Forumnet Holding SpA al 31 dicembre 2013;
- ❖ *Impairment test* Milanofiori Energia SpA al 31 dicembre 2013;
- ❖ Pareri legali relativi a contingenze di natura fiscale e amministrativa facenti capo a Sintesi SpA;
- ❖ Sentenza della Commissione Tributaria Regionale di Milano - n. 2917/2014 - depositata il 29 maggio 2014 inerente una controversia fiscale facente capo a Kolaze & Ghelon Srl in liquidazione e a Sintesi SpA;
- ❖ *"Quesito in tema di disciplina delle offerte pubbliche di acquisto obbligatorie con riferimento all'ipotizzata operazione di fusione di Raggio di Luna SpA in Bastogi SpA"* formulato a CONSOB in data 23 maggio 2014;

- ❖ le perizie predisposte da primari operatori indipendenti del settore immobiliare aventi ad oggetto la valutazione dei complessi immobiliari afferenti alle SOCIETÀ partecipanti alla FUSIONE e a loro controllate:
 - *"Certificato di perizia - determinazione del valore di mercato riferito ad alcuni immobili del patrimonio immobiliare delle società controllate dal gruppo Bastogi SpA" al 31 dicembre 2013, rilasciato in data 26 febbraio 2014 da CBRE Valuation SpA;*
 - *"Rapporto di valutazione - determinazione del valore di mercato del complesso immobiliare di proprietà della società Frigoriferi Milanesi SpA sito in Milano - via Piranesi 10/12/14" al 31 dicembre 2013, redatto in data 26 febbraio 2014 da CBRE Valuation SpA;*
 - *"Rapporto di valutazione - determinazione del valore di mercato del complesso immobiliare di proprietà della società Palazzo del Ghiaccio Srl sito in Milano - via Piranesi 14" al 31 dicembre 2013, redatto in data 26 febbraio 2014 da CBRE Valuation SpA;*
 - *"Rapporto di valutazione - determinazione del valore di mercato della proprietà fondiaria della società H2C Srl in liquidazione, sita in Milano - via Gallarate 230" al 31 dicembre 2013, redatto in data 26 febbraio 2014 da CBRE Valuation SpA;*
 - *"Rapporto di valutazione - determinazione del valore di mercato della proprietà fondiaria della società H2C Srl in liquidazione, sita nel Comune di Silea (TV)" al 31 dicembre 2013, redatto in data 26 febbraio 2014 da CBRE Valuation SpA;*
 - *"Certificato di perizia - determinazione del valore di mercato riferito al patrimonio immobiliare delle società controllate dalla Brioschi Sviluppo Immobiliare SpA" al 31 dicembre 2013, rilasciato in data 19 marzo 2014 da CBRE Valuation SpA;*
 - *"Rapporto di valutazione - determinazione del valore di mercato delle proprietà immobiliari di proprietà della società Brioschi Sviluppo Immobiliare SpA, siti nel comune di Santa Cesarea Terme" al 31 dicembre 2013, redatto in data 19 marzo 2014 da CBRE Valuation SpA;*
 - *"Rapporto di valutazione - determinazione del valore di mercato del patrimonio immobiliare di proprietà della società Brioschi Sviluppo Immobiliare SpA, all'interno dell'Ex Istituto Sieroterapico a Milano" al 31 dicembre 2013, redatto in data 19 marzo 2014 da CBRE Valuation SpA;*
 - *"Rapporto di valutazione - determinazione del valore di mercato di un immobile a destinazione terziaria ubicato a Monza, all'angolo tra le vie Lecco e Libertà" - BRIOSCHI - al 31 dicembre 2013, redatto in data 19 marzo 2014 da CBRE Valuation SpA;*
 - *"Rapporto di valutazione - determinazione del valore di mercato del patrimonio della società Brioschi Sviluppo Immobiliare SpA, situata all'interno del Centro commerciale/direzionale "Latinafiori" a Latina, Via Pier*

Luigi Nervi" al 31 dicembre 2013, redatto in data 19 marzo 2014 da CBRE Valuation SpA;

- *"Rapporto di valutazione - determinazione del valore di mercato di una porzione a destinazione terziaria, con posti auto pertinenziali, situata all'interno dell'edificio convenzionalmente denominato A-1/B, facente parte del centro direzionale Milanofiori, ad Assago"* al 31 dicembre 2013, redatto in data 27 febbraio 2014 da CBRE Valuation SpA;
- *"Rapporto di valutazione - determinazione del valore di mercato della proprietà fondiaria, con fabbricati dismessi, di proprietà della società Lenta Ginestra Srl, sita a Monza - località Torneamento"* al 31 dicembre 2013, redatto in data 26 febbraio 2014 da CBRE Valuation SpA;
- *"Rapporto di valutazione - determinazione del valore di mercato di un'area denominata "Cascinazza" ubicata a Monza (MB) Via Buonarroti - Via Fermi" - Lenta Ginestra Srl - al 31 dicembre 2013, redatto in data 3 marzo 2014 da CBRE Valuation;*
- *"Rapporto di valutazione - determinazione del valore di mercato di un complesso produttivo ubicato in via Zaccarini 1 a San Nicolò di Trebbia, frazione Rottofreno (PC)" - Maimai Srl - al 31 dicembre 2013, redatto in data 3 marzo 2014 da CBRE Valuation;*
- *"Rapporto di valutazione - determinazione del valore di mercato di un albergo ubicato a Courmayeur (AO) frazione Entreves, Via Brenva 10" - S'Isca Manna Srl - al 31 dicembre 2013, redatto in data 26 febbraio 2014 da CBRE Valuation;*
- *"Rapporto di valutazione - determinazione del valore di mercato dei compendi immobiliari siti in Domus de Maria (CA)" - S'Isca Manna Srl, Sa Tanca Manna Srl e IAG Srl - al 31 dicembre 2013, redatto in data 26 febbraio 2014 da CBRE Valuation;*
- *"Rapporto di valutazione - determinazione del valore di mercato di un appezzamento di terreno ad uso agricolo di proprietà della società Camabo Bologna, localizzati nel Comune di Castel Maggiore"* al 31 dicembre 2013, redatto in data 27 febbraio 2014 da CBRE Valuation;
- *"Rapporto di valutazione - determinazione del valore di mercato di alcune proprietà immobiliari site a Pula (CA), località Is Morus" - S'Isca Manna Srl, Le Arcate Srl - al 31 dicembre 2013, redatto in data 26 febbraio 2014 da CBRE Valuation;*
- *"Rapporto di valutazione - determinazione del valore di mercato dell'immobile a destinazione commerciale sito a Quartu Sant'Elena, località Is Mortorius" - S'Isca Manna Srl - al 31 dicembre 2013, redatto in data 26 febbraio 2014 da CBRE Valuation;*
- *"Rapporto di valutazione - determinazione del valore di mercato dell'immobile ad uso residenziale, uffici e commerciale, della società Mip2*

- Srl, sito in Cagliari - Via Mameli angolo via Pola*" al 31 dicembre 2013, redatto in data 26 febbraio 2014 da CBRE Valuation;
- *"Rapporto di valutazione - determinazione del valore di mercato dello stabilimento dismesso occupato da centro sociale sito a Milano - via Antoine Watteau 7" - L'orologio Srl - al 31 dicembre 2013, redatto in data 26 febbraio 2014 da CBRE Valuation;*
 - *"Rapporto di valutazione - determinazione del valore di mercato della proprietà fondiaria della società Sigma Srl sita in Milano - via Giampiero Lucini snc" al 31 dicembre 2013, redatto in data 27 febbraio 2014 da CBRE Valuation;*
 - *"Rapporto di valutazione - determinazione del valore di mercato della nuda proprietà di 2 appartamenti, con pertinenze annesse, ubicate a Milano - via San Sisto 4" - Bright Srl - al 31 dicembre 2013, redatto in data 26 febbraio 2014 da CBRE Valuation;*
 - *"Rapporto di valutazione - determinazione del valore di mercato di un immobile destinato a Centrale di Cogenerazione, sito in Assago (MI) in via Cascina Venina 20/D" - Milanofiori Energia SpA - al 31 dicembre 2013, redatto in data 26 febbraio 2014 da CBRE Valuation;*
 - *"Certificato di perizia - determinazione del valore di mercato riferito al patrimonio immobiliare delle società controllate dalla Brioschi Sviluppo Immobiliare SpA" al 31 dicembre 2013, redatto in data 26 febbraio 2014 da CBRE Valuation;*
 - *"Rapporto di valutazione - determinazione del valore di mercato del patrimonio immobiliare di proprietà della società Milanofiori 2000 Srl, all'interno del comparto denominato MILANOFIORI NORD ad Assago (MI)" al 31 dicembre 2013, redatto in data 27 febbraio 2014 da CBRE Valuation;*
 - *"Rapporto di valutazione - determinazione del valore di mercato dei terreni e degli sviluppi immobiliari facenti parte della porzione convenzionalmente identificata come "Fase 2" all'interno del comparto denominato MILANOFIORI NORD ad Assago (MI)" - Milanofiori 2000 Srl - al 31 dicembre 2013, redatto in data 27 febbraio 2014 da CBRE Valuation;*
 - *"Valuation Report - determinazione del valore di mercato dello sviluppo immobiliare "Milanofiori Sud" ubicato a Rozzano" - Infracin Srl - al 31 dicembre 2013, redatto in data 27 febbraio 2014 da CBRE Valuation;*
 - *"Determinazione del valore di mercato riferito a cespiti immobiliari di proprietà della società Sintesi SpA alla data del 30 giugno 2009", redatta il 28 luglio 2009 da CBRE - CB Richard Ellis Professional Services;*
 - *"Determinazione del valore di mercato riferito a unità immobiliari di proprietà della società Varsity SpA alla data del 30 giugno 2009", redatta il 28 luglio 2009 da CBRE - CB Richard Ellis Professional Services*
- ❖ i prezzi e i volumi di quotazione sul mercato borsistico, nonché i dati economico-finanziari di sintesi, di BASTOGI.

La documentazione di cui sopra è conservata in copia presso lo studio dello scrivente.

Per lo svolgimento dell'INCARICO lo scrivente ha incontrato l'Organo Amministrativo di BASTOGI, in persona del Presidente del Consiglio di Amministrazione, del Consigliere Delegato e dei membri del Comitato Parti Correlate, nonché l'Organo Amministrativo di RDL, in persona del Presidente del Consiglio di Amministrazione e dell'Amministratore Delegato. Lo scrivente ha altresì incontrato il Dirigente Preposto alla redazione dei documenti contabili e societari e l'*Investor Relator* di BASTOGI.

Infine, si dà atto di aver ottenuto attestazione che, per quanto a conoscenza delle Direzioni delle SOCIETÀ partecipanti alla FUSIONE, alla data della presente Relazione non sono intervenute modifiche significative ai dati ed alle informazioni presi in considerazione nello svolgimento dell'INCARICO.

3. LE SOCIETÀ INTERESSATE ALL'OPERAZIONE

Le SOCIETÀ oggetto della prospettata operazione di FUSIONE, con riferimento alle quali è stata redatta la presente Relazione, sono le seguenti:

- a) **BASTOGI (INCORPORANTE)**, con sede legale in Milano, Via G.B. Piranesi n. 10, capitale sociale pari ad € 12.300.000, interamente versato, ed iscritta al Registro delle Imprese di Milano, codice fiscale n. 00410870588.

Le azioni ordinarie di BASTOGI, prive di valore nominale, sono negoziate sul Mercato Telematico Azionario organizzato e gestito da Borsa Italiana SpA.

L'attuale azionariato di BASTOGI è così composto:

AZIONARIATO	PARTECIPAZIONE
RAGGIO DI LUNA	75,472%
MERCATO	24,528%
TOTALE	100%

BASTOGI è una *holding* di partecipazioni che, tramite società controllate, è attiva nel settore dei servizi per l'arte e nel settore alberghiero.

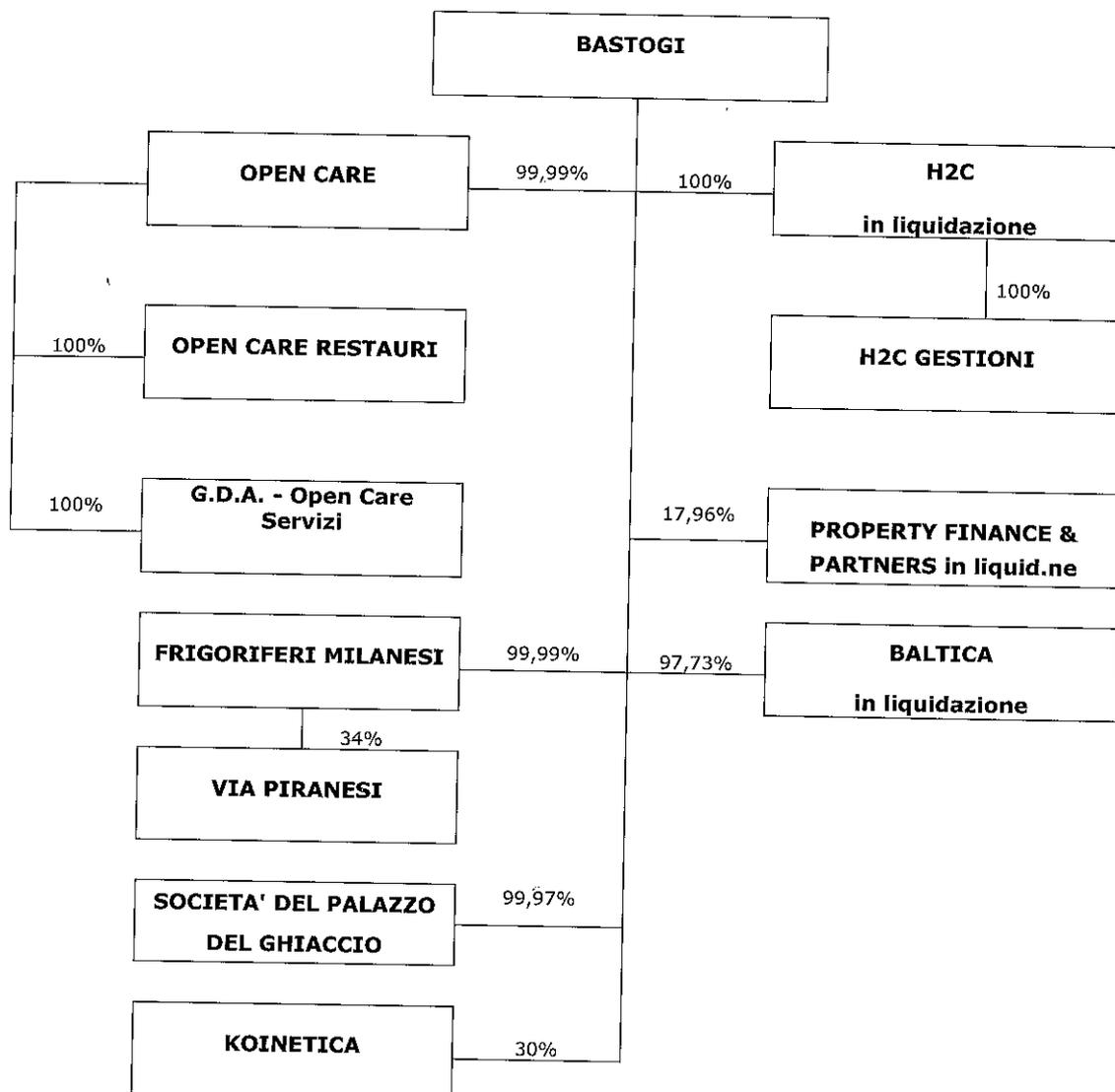
L'attività nel settore dei servizi per l'arte è esercitata mediante la controllata **Open Care SpA**, società specializzata nella prestazione di servizi integrati per la gestione, la valorizzazione e la conservazione di opere d'arte e di oggetti preziosi. All'interno del complesso dei Frigoriferi Milanesi, in cui ha sede, Open Care SpA organizza conferenze, mostre ed altre iniziative in ambito artistico e culturale.

L'attività nel settore alberghiero è esercitata attraverso la controllata **H2C Gestioni Srl** che gestisce due strutture alberghiere site nei comuni di Assago (H2C Hotel Milanofiori) e di Napoli (H2C Hotel Napoli).

BASTOGI detiene partecipazioni, dirette ed indirette, nelle seguenti società:

RAGIONE SOCIALE	PERCENTUALE DI PARTECIPAZIONE	
	<i>diretta</i>	<i>indiretta</i>
Open Care SpA	99,99%	---
Open Care Restauri Srl	---	99,99%
G.D.A. Open Care Trasporti Srl	---	99,99%
Frigoriferi Milanesi SpA	99,99%	---
Via Piranesi Srl	---	34%
Società del palazzo del ghiaccio Srl	99,97%	---
Koenica Srl	30%	---
H2C Srl in liquidazione	100%	---
H2C Gestioni Srl	---	100%
Property Finance & Partners SpA in liq.ne	17,96%	---
Baltica SpA	97,73%	---

Il Gruppo capofilato da BASTOGI è riepilogato nel seguente sociogramma.



b) **RAGGIO DI LUNA** (INCORPORANDA), con sede legale in Milano, Via G.B. Piranesi n. 10, capitale sociale pari ad € 40.630.100, interamente versato, ed iscritta al Registro delle Imprese di Milano, codice fiscale n. 03264120969.

Le azioni RDL non sono negoziate su alcun mercato regolamentato.

L'attuale azionariato di RDL è composto come di seguito indicato:

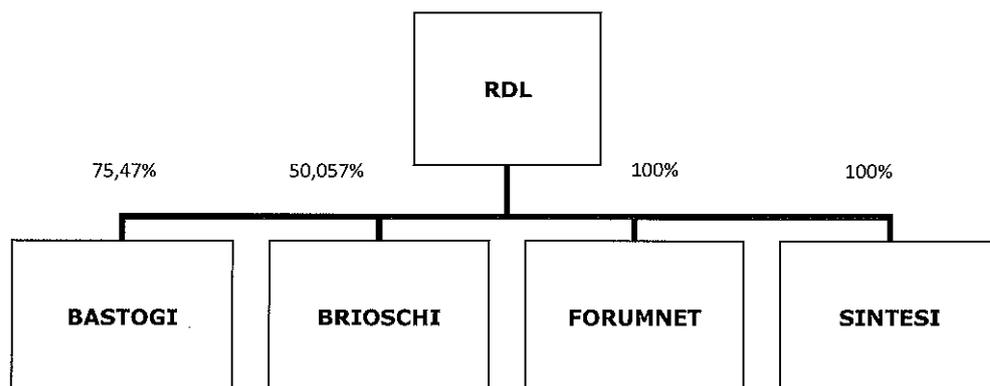
AZIONARIATO	PARTECIPAZIONE
MATTEO GIUSEPPE CABASSI	28,231%
MARCO ROBERTO CABASSI	26,016%
MARIAGABRIELLA CABASSI	19,065%
MARIA CHIARA CABASSI	19,065%
PAOLO ANDREA COLOMBO	7,623%
TOTALE	100%

F.

Alla data della Relazione sono in circolazione n. 5.235.940 *warrant* che attribuiscono ai titolari il diritto di sottoscrivere n. 1 azione RDL di nuova emissione per ogni *warrant* esercitato al prezzo unitario di Euro 1,12. I *warrant* RDL sono esercitabili esclusivamente dall'1 luglio 2015 al 31 dicembre 2015.

RDL è una *holding* di partecipazioni che, tramite società controllate, opera principalmente nei seguenti settori: *i)* Immobiliare; *ii)* intrattenimento; *iii)* servizi per l'arte; *iv)* alberghiero.

Il Gruppo capofilato da RDL è riepilogato nel seguente sociogramma.



Oltre alla partecipazione del 75,472% nel capitale sociale di BASTOGI, di cui si è sopra detto, RDL detiene le seguenti ulteriori partecipazioni:

- ❖ **Brioschi Sviluppo Immobiliare SpA (BRIOSCHI)**, società con sede legale in Milano, Via G.B. Piranesi n. 10, capitale sociale pari ad € 205.656.757,24, interamente versato, ed iscritta al Registro delle Imprese di Milano, codice fiscale n. 00720900158.

Le azioni ordinarie di BRIOSCHI, prive di valore nominale, sono negoziate sul Mercato Telematico Azionario organizzato e gestito da Borsa Italiana SpA.

L'attuale azionariato di BRIOSCHI è così composto:

AZIONARIATO	PARTECIPAZIONE
RAGGIO DI LUNA	50,057%
MILANINVEST REAL ESTATE SPA	14,540%
IDA BARBERIS	3,559%
MERCATO	31,844%
TOTALE	100%

BRIOSCHI è uno dei principali operatori immobiliari in Italia, la cui attività è orientata allo sviluppo integrato di grandi opere urbane mediante la progettazione e la realizzazione di complessi innovativi che coniugano qualità, eco-sostenibilità e *design*.

Il patrimonio immobiliare di BRIOSCHI è principalmente composto da immobili a reddito e da terreni destinati a progetti di sviluppo immobiliare.

In particolare, tramite la controllata **Milanofiori 2000 Srl**, BRIOSCHI è proprietaria di un'area di 360.000 mq nel Comune di Rozzano (MI) su cui è in fase di realizzazione il complesso immobiliare "Milanofiori Nord" avente destinazione terziaria, commerciale, ricettiva e residenziale.

BRIOSCHI è altresì titolare del progetto di recupero di un complesso industriale sito nel Comune di Milano, Via Darwin, che si estende su un'area di circa 36.500 mq., nonché proprietaria di un'area di oltre 1.300.000 mq che si estende a nord del centro abitato del Comune di Santa Cesarea Terme (LE).

Inoltre, BRIOSCHI detiene la partecipazione del 49% in **Camabo Srl**¹, socio unico di **Infrafin Srl**, società titolare di un'area di 1.100.000 mq parzialmente compresa nel Parco Agricolo Sud Milano che presenta una potenzialità edificatoria a destinazione residenziale e terziaria.

BRIOSCHI detiene partecipazioni, dirette ed indirette, nelle seguenti società:

RAGIONE SOCIALE	PERCENTUALE DI PARTECIPAZIONE	
	<i>diretta</i>	<i>indiretta</i>
Milanofiori 2000 Srl	100%	---
Milanofiori Agency Srl	---	100%
Milanofiori Energia SpA	70%	---
Brioschi Gestioni Srl	100%	---
Bright Srl	100%	---
Maimai Srl	100%	---
Lenta Ginestra Srl	100%	---
L'Orologio Srl	100%	---
Sigma Srl	---	100%
Rende One Srl	20%	---
Brioschi Trading Immobiliare Srl in liq.ne	100%	---
Immobiliare Cascina Concorezzo Srl	50%	---
Camabo Srl	49%	---
Infrafin Srl	---	49%
Camabo Bologna Srl	51%	---
MIP 2 Srl	100%	---
S'Isca Manna Srl	100%	---
Sa Tanca Manna Srl	---	90%
Le Arcate Srl	---	100%
Immobiliare Alberghiera Galassi Srl in liq.ne	---	100%
IAG Srl in liq.ne	---	100%
Fondo Numeria Sviluppo Immobiliare	50%	
Generale di Costruzioni Srl in liq.ne	40%	

¹ Il restante 51% di Camabo Srl è detenuto da Sintesi SpA, società interamente controllata da RDL.

- ❖ **Forumnet Holding SpA** (di seguito, **FORUMNET**), società con sede legale in Assago (MI), Via G. di Vittorio n. 6, capitale sociale pari ad € 2.500.000 interamente versato, ed iscritta al Registro delle Imprese di Milano, codice fiscale n. 11598520150.

Le azioni ordinarie di FORUMNET, di nominali Euro 1 ciascuna, sono interamente detenute da RDL.

FORUMNET si occupa della gestione di aree polifunzionali, quali il Mediolanum Forum a sud di Milano, il Palalottomatica a Roma, il Teatro della Luna ad Assago, e fornisce i correlati servizi complementari.

FORUMNET detiene partecipazioni, dirette ed indirette, nelle seguenti società:

RAGIONE SOCIALE	PERCENTUALE DI PARTECIPAZIONE	
	<i>diretta</i>	<i>indiretta</i>
Forum Immobiliare Srl	100%	---
Forumnet SpA	100%	---
Music Vox Srl	---	100%
All Events SpA	---	100%
Live Forum Srl	---	100%
Forum Ssdrl	---	95%
Associazione Ente Fiera Milanofiori	---	50%
Compagnia della Rancia Srl	100%	---
I.S.N. Srl in liq.ne	100%	---
Spettacoli Internazionali Srl	100%	---
Forumnet Eventi SpA in liq.ne	51%	---

- ❖ **Sintesi SpA** (di seguito, **SINTESI**), società con sede legale in Milano, Via G.B. Piranesi n. 10, capitale sociale pari ad € 3.032.952 interamente versato, ed iscritta al Registro delle Imprese di Milano, codice fiscale n. 04849310158.

Le azioni ordinarie di SINTESI, di nominali Euro 6 ciascuna, sono interamente detenute da RDL.

SINTESI svolge l'attività immobiliare, direttamente attraverso la gestione di immobili di proprietà siti nel Comune di Milano e nella Provincia di Milano, indirettamente attraverso la titolarità di partecipazioni di controllo in altre società immobiliari.

Tra i principali immobili detenuti da SINTESI si segnalano: *i*) il Castello Visconteo sito nel Comune di Rozzano (MI); *ii*) il terreno ex cava sito nel Comune di Trezzano sul Naviglio (MI) e *iii*) l'unità immobiliare adibita ad autorimessa sita in Via Pichi a Milano.

Tra le partecipazioni in società immobiliari detenute da SINTESI si segnala il 51% del capitale sociale di **Camabo Srl**², socio unico di **Infracin Srl**, ossia della società

² Il restante 49% di Camabo Srl è detenuto da BRIOSCHI.

titolare di un'area di 1.100.000 mq parzialmente compresa nel Parco Agricolo Sud Milano che presenta una potenzialità edificatoria a destinazione residenziale e terziaria.

Nella tabella che segue sono riepilogate le partecipazioni, dirette ed indirette, detenute da SINTESI.

RAGIONE SOCIALE	PERCENTUALE DI PARTECIPAZIONE	
	<i>diretta</i>	<i>indiretta</i>
Camabo Srl	51%	---
Infrafin Srl	---	51%
Porta Ticinese SA	99,99%-	---
Cueva Azul Ltd	---	99,99%
Muggiana Srl	60%	---
Antares Immobiliare Italia Srl	100%	---
W.T.C. Srl	100%	---
Kolaze & Ghelon Srl in liq.ne	98,50%	---

Da ultimo, si segnala che RDL detiene partecipazioni di controllo totalitario nelle seguenti ulteriori società di minore rilevanza (di seguito, le **ALTRE PARTECIPAZIONI**): **Palestro Nuova Srl, Società Agricola Sant'Alberto Srl, Varsity Srl e Milanofiori Sud Srl.**

4. LINEAMENTI DELL'OPERAZIONE DI FUSIONE

La prospettata operazione di patrimonializzazione di BASTOGI sarà attuata, come anticipato nel capitolo 1 della Relazione, mediante la FUSIONE per incorporazione nella medesima della controllante RDL.

Per effetto della FUSIONE BASTOGI aumenterà il proprio capitale sociale mediante emissione di nuove azioni ordinarie, prive del valore nominale, da assegnare in concambio ai possessori delle azioni RDL che saranno in circolazione al momento dell'efficacia della FUSIONE.

Il numero di azioni BASTOGI che saranno assegnate agli azionisti di RDL dipenderà dal rapporto di cambio individuato dai Consigli di Amministrazione delle due SOCIETÀ partecipanti alla FUSIONE, sentito il Comitato Parti Correlate di BASTOGI, e oggetto di successiva approvazione da parte delle rispettive Assemblee.

La FUSIONE verrà eseguita mediante mantenimento in portafoglio, quali azioni proprie, delle azioni BASTOGI ad oggi detenute da RDL (n. 13.424.653).

Inoltre, sempre per effetto della FUSIONE, BASTOGI aumenterà il proprio capitale sociale mediante l'emissione di nuove azioni ordinarie, prive di valore nominale, destinate al servizio dei *warrant* che l'INCORPORANTE emetterà ed assegnerà in sostituzione dei *warrant* RDL attualmente in circolazione.

Come anticipato nelle pagine che precedono, un ulteriore elemento che caratterizza la prospettata operazione è rappresentato dalla presenza di n. 5.235.940 *warrant* in circolazione sul capitale sociale della INCORPORANDA.

In assenza di indicazioni sul comportamento che i titolari dei *warrant* intendono assumere in ordine all'esercizio del diritto loro spettante, secondo autorevole dottrina e prassi professionale si rende necessario prefigurare il più probabile comportamento che tali "potenziali azionisti" potranno assumere.

Nella fattispecie in esame, verificata la convenienza economica all'esercizio dei *warrant*, si è provveduto a ripartire il valore del capitale economico dell'INCORPORATA su di un numero di azioni composto sia da quelle attualmente in circolazione che da quelle da emettere al servizio dell'esercizio dell'opzione. Per contro, è stato computato tra le attività il corrispettivo dell'esercizio dei *warrant*.

Ciò posto, la prospettata operazione di FUSIONE richiede oltre alla determinazione del rapporto di cambio azionario anche la determinazione di un rapporto di cambio per i titolari dei *warrant*. Quest'ultimo rapporto di cambio sarà uguale al concambio azionario, purchè si mantenga il medesimo rapporto di conversione previsto per i *warrant* originari in capo a RDL.

5. METODI DI VALUTAZIONE ADOTTATI

Trattandosi di fusione inversa per incorporazione, come meglio indicato nel capitolo che precede, agli azionisti di RDL vengono assegnate azioni di BASTOGI in relazione all'aumento di capitale sociale di quest'ultima al servizio della FUSIONE. L'assegnazione delle azioni BASTOGI agli azionisti di RDL avviene in considerazione del rapporto di cambio determinato in funzione dei capitali economici delle SOCIETÀ partecipanti alla FUSIONE.

In un'ottica metodologica, l'operazione di fusione solleva un complesso problema valutativo che comporta, da un lato, la determinazione del valore effettivo del patrimonio delle SOCIETÀ partecipanti alla FUSIONE e, dall'altro lato, la determinazione di un idoneo rapporto di cambio.

La scelta dei metodi di valutazione applicabili alla fattispecie in esame non può prescindere:

- dalla finalità di ristrutturazione societaria dell'operazione nell'ambito di un medesimo Gruppo;
- dalla natura delle SOCIETÀ partecipanti alla FUSIONE, entrambe qualificabili come *holding* di partecipazioni;
- dalla disponibilità per la stima del valore economico di BASTOGI delle indicazioni desumibili dall'andamento del mercato borsistico presso il quale le sue azioni sono quotate.

Tenuto conto delle peculiarità dell'operazione, si è proceduto a stimare il valore economico di BASTOGI e di RDL non tanto per la definizione del loro livello assoluto, quanto per l'individuazione di valori relativi significativamente raffrontabili per la determinazione del rapporto di cambio.

5.1 La scelta dei metodi di valutazione

Nella fattispecie in esame, tenuto conto delle caratteristiche delle SOCIETÀ partecipanti alla FUSIONE e della finalità dell'operazione medesima, la scelta dei metodi di valutazione per la determinazione del rapporto di cambio ha dovuto contemperare un duplice ordine di priorità.

In primo luogo, l'omogeneità dei metodi di valutazione, quale regola fondamentale per la stima di valori effettivi raffrontabili e, in secondo luogo, l'individuazione di metodi di valutazione adeguati alla situazione concreta delle SOCIETÀ interessate alla FUSIONE, considerando e soppesando ogni specificità interna ed esterna.

Nell'ottica di contemperare entrambe le esigenze, tenuto conto delle condizioni di subalternità di una delle SOCIETÀ partecipanti alla FUSIONE e che solo una di esse è quotata sul mercato borsistico, si è ritenuto opportuno affiancare all'informativa desumibile dall'adozione del metodo di valutazione patrimoniale semplice (*Net Asset Value*) quella desumibile dall'analisi delle quotazioni di mercato del titolo BASTOGI.

Tale approccio valutativo è evidentemente finalizzato a tenere in considerazione i diversi elementi disponibili per la stima ed è ispirato ad un principio di equità a tutela delle minoranze azionarie di BASTOGI.

In tale ottica, è parso ragionevole riconoscere nella valutazione di BASTOGI il valore che gli azionisti di minoranza potrebbero in astratto realizzare sul mercato sul presupposto che l'attuale valorizzazione di Borsa del titolo incorpori potenzialmente alcuni plusvalori impliciti propri delle aree di *business* più innovative non adeguatamente apprezzabili mediante l'applicazione della metodologia valutativa patrimoniale semplice.

Si può fondatamente ritenere che la valorizzazione di Borsa del titolo BASTOGI incorpori la riserva di valore rappresentata dai servizi integrati per la gestione, la valorizzazione e la conservazione delle opere d'arte forniti dalla controllata Open Care SpA nell'ambito del complesso immobiliare polifunzionale di proprietà di Frigoriferi Milanesi SpA.

Ciò posto, nel seguito sono illustrate alcune premesse metodologiche e alcuni parametri fondamentali per l'applicazione dei metodi in questione.

Il metodo patrimoniale

L'analisi patrimoniale, ovvero l'analisi correttiva ed estimativa delle attività e delle passività che compongono il capitale dell'impresa, esprime il valore di un'azienda in funzione del valore attribuibile agli elementi che ne compongono il patrimonio.

L'applicazione del metodo patrimoniale può essere utilmente scomposta nelle seguenti fasi operative:

- a) la determinazione del patrimonio netto contabile;
- b) la revisione e la correzione dei valori contabili delle attività e delle passività del patrimonio aziendale;
- c) la riespressione degli elementi attivi non monetari a valori correnti;
- d) l'attualizzazione delle attività e delle passività finanziarie;
- e) la stima, se del caso, degli elementi immateriali specifici.

Con riferimento a quest'ultimo punto, va segnalato che a seconda dell'assenza o meno nel patrimonio oggetto di valutazione di elementi immateriali non contabilizzati, ma per i quali è possibile procedere ad una valorizzazione motivata e documentata (intangibili specifici), si distinguono **metodi patrimoniali semplici** e **metodi patrimoniali complessi**.

Nelle modalità di applicazione, il metodo patrimoniale assume come punto di partenza il patrimonio netto di bilancio espresso da una situazione patrimoniale contabile.

Da tale grandezza, opportunamente revisionata per garantirne la corrispondenza a corrette regole contabili, si procede a riesprimere a valori correnti (di mercato o di stima) gli elementi attivi non monetari e ad attualizzare le attività e le passività finanziarie a medio lungo termine per le quali possono verificarsi differenze tra tassi negoziati e tassi di mercato.

Nella fattispecie in esame, gli elementi attivi che compongono il patrimonio delle SOCIETÀ partecipanti alla FUSIONE sono perlopiù rappresentati da partecipazioni di controllo in altre società e da immobili.

In applicazione del metodo in commento, tali componenti patrimoniali sono sottoposte ad analitici processi di stima, anche avvalendosi dell'ausilio di esperti valutatori e di piani di sviluppo elaborati dal *management* delle SOCIETÀ.

L'informazione patrimoniale richiede che sulle plusvalenze potenziali che emergono a seguito del descritto processo valutativo vada stimato il carico fiscale figurativo che esse sottendono. Si tratta, in particolare, di anticipare alla data della valutazione valori destinati ad un probabile realizzo in un tempo futuro indefinito.

Analogamente, l'informazione patrimoniale richiede che vengano considerati anche i vantaggi fiscali connessi all'eventuale emersione di minusvalenze potenziali, nella misura in cui sussisteranno redditi attesi.

Al termine del descritto processo valutativo si giunge alla determinazione di una grandezza definita patrimonio netto rettificato.

Nel caso in esame si applicherà il **metodo patrimoniale semplice**.

In termini applicativi, il procedimento di determinazione del patrimonio netto rettificato secondo il metodo in parola può essere sintetizzato con la seguente formula:

$$K = PNC + \Delta A + \Delta P$$

dove:

K rappresenta il patrimonio netto rettificato;

PNC rappresenta il patrimonio netto contabile;

ΔA rappresenta il plusvalore/minusvalore delle attività aziendali;

ΔP rappresenta il plusvalore/minusvalore della passività aziendali.

Il metodo delle quotazioni di mercato

Il metodo in commento consiste nel riconoscere ad una società un valore pari a quello desumibile dall'andamento del mercato borsistico presso il quale le sue azioni sono quotate.

In particolare, il suddetto metodo ipotizza l'efficienza del mercato in cui la società è quotata e si traduce nell'identificazione del suo valore economico in funzione delle quotazioni di Borsa rilevate in un periodo significativo terminante in data prossima a quella di elaborazione della stima.

Nell'ambito dell'applicazione di tale metodo, l'esigenza di mitigare le fluttuazioni di breve periodo che tipicamente caratterizzano i mercati finanziari induce, per prassi, ad analizzare le quotazioni in intervalli temporali di diversa ampiezza, selezionando un prezzo puntuale in data antecedente l'annuncio dell'operazione.

In tal modo si riesce a identificare l'ultimo prezzo che non ha risentito dell'effetto sui mercati conseguente alla divulgazione della notizia dell'operazione straordinaria.

Nel caso di specie sono stati considerati, quali valori di riferimento ai fini della stima, le quotazioni medie del titolo BASTOGI ad orizzonti temporali sino al 14 maggio 2014: media a tre mesi, media a sei mesi e media a un anno.

Non sono state considerate le quotazioni successive al 14 maggio 2014, giorno di Borsa in cui è stato annunciato al mercato l'avvio degli approfondimenti e degli adempimenti preliminari finalizzati a valutare la possibilità di realizzare la prospettata operazione di FUSIONE, in quanto si presumono non più rappresentative di valori c.d. *stand alone*.

6. L'APPLICAZIONE DEI METODI DI VALUTAZIONE ADOTTATI: LA VALUTAZIONE DELLA INCORPORANTE

Come illustrato nel capitolo che precede, la stima del valore economico della INCORPORANTE è stata effettuata tenuto conto, dapprima, delle indicazioni di valore desumibili dalla applicazione del metodo patrimoniale semplice e, successivamente, delle indicazioni desumibili dall'analisi dall'andamento delle quotazioni di mercato del titolo BASTOGI in diversi intervalli temporali.

6.1 I risultati dell'applicazione del metodo patrimoniale semplice

Seguendo l'impostazione illustrata nel capitolo 5, la stima del patrimonio netto rettificato di BASTOGI può essere sintetizzata nei seguenti passaggi applicativi:

- la determinazione del patrimonio netto contabile consolidato di BASTOGI;
- la stima del valore corrente delle componenti patrimoniali di BASTOGI al fine di individuare eventuali plusvalori/minusvalori inespressi, al netto del correlato effetto fiscale;
- la stima del plusvalore latente connesso alla riportabilità nel tempo di perdite fiscali pregresse di BASTOGI e di società dalla stessa controllate.

Il primo passaggio applicativo richiede la determinazione del patrimonio netto contabile consolidato di pertinenza della INCORPORANTE.

Tale grandezza, desumibile dal bilancio consolidato di BASTOGI alla data del 31 dicembre 2013, ammonta a 4.578 migliaia di Euro ed è composta dai seguenti elementi patrimoniali:

Attività non correnti	43.841
Attività correnti	4.913
TOTALE ATTIVITÀ	48.754
Passività non correnti	20.368
Passività correnti	23.722
PATRIMONIO NETTO DI GRUPPO	4.578
Capitale e riserve di terzi	86
PATRIMONIO NETTO	4.664
PATRIMONIO NETTO E PASSIVITÀ	48.754

(dati in migliaia di Euro)

Non è stata compiuta alcuna revisione/correzione degli elementi che costituiscono il patrimonio netto consolidato di BASTOGI al 31 dicembre 2013 poiché il bilancio di quest'ultima è sottoposto alla revisione legale dei conti da parte di PricewaterhouseCoopers SpA.

Il secondo passaggio applicativo richiede la stima dei plusvalori/minusvalori delle componenti attive e passive del patrimonio di BASTOGI.

Dalle analisi svolte sono emersi plusvalori patrimoniali attribuibili:

- a) alle proprietà immobiliari detenute da Frigoriferi Milanesi SpA e da Palazzo del Ghiaccio Srl, società interamente controllate da BASTOGI;
- b) all'area di *business* del comparto alberghiero in cui BASTOGI opera tramite la controllata H2C Gestioni Srl;
- c) al valore economico delle perdite fiscali pregresse in capo a BASTOGI e a società dalla stessa controllate.

L'accertamento dei plusvalori di cui sopra è stato effettuato sulla base delle seguenti assunzioni:

- la stima dei plusvalori riferibili alle proprietà immobiliari di pertinenza delle società Frigoriferi Milanesi SpA e Palazzo del Ghiaccio Srl è stata effettuata sulla base dei valori desumibili dalle perizie riferite alla data del 31 dicembre 2013 predisposte da un primario operatore indipendente del settore immobiliare (CBRE Valuation SpA), al netto degli stimati costi di vendita;
- la stima del plusvalore afferente all'area di *business* del settore alberghiero, di pertinenza della controllata H2C Gestioni Srl, è stata effettuata sul fondamento delle indicazioni di valore desumibili dall'*impairment test* al 31 dicembre 2013 effettuato dal *management* di BASTOGI secondo la metodologia finanziaria DCF (*Discounted Cash Flow*);
- i plusvalori emersi sono stati considerati, ove del caso, al netto del relativo effetto fiscale. In particolare, la misura degli oneri fiscali potenziali sui plusvalori emergenti dall'espressione a valori correnti degli immobili afferenti alle società controllate da BASTOGI è stata forfettariamente quantificata nel 20%.

Nel gruppo di elementi patrimoniali sub a) di cui sopra sono ricomprese le unità immobiliari di pertinenza di Frigoriferi Milanesi SpA e di Palazzo del Ghiaccio Srl, società controllate da BASTOGI.

Nello specifico, Frigoriferi Milanesi SpA è titolare di un complesso immobiliare a destinazione polifunzionale sito nel Comune di Milano, Via G.B. Piranesi n. 10/12.

La società Palazzo del Ghiaccio Srl è titolare dell'ex palazzo del ghiaccio di Milano, attualmente adibito a spazio polifunzionale atto ad accogliere un'ampia tipologia di eventi. Il complesso immobiliare è sito in Milano, Via G.B. Piranesi n. 14.

Nella tabella che segue sono evidenziati cumulativamente: *i*) il valore contabile; *ii*) il valore di mercato desumibile dalle perizie sopra citate, al netto degli stimati costi di vendita; *iii*) il plusvalore complessivo delle proprietà immobiliari al lordo degli effetti fiscali.

DESCRIZIONE	VALORE CONTABILE	VALORE DI MERCATO	PLUSVALORE
Proprietà immobiliari	36.623	45.045	8.422

(dati in migliaia di Euro)

Il plusvalore complessivo delle proprietà immobiliari delle società controllate da BASTOGI, al netto degli oneri fiscali potenziali stimati in 1.684 migliaia di Euro, ammonta a 6.738 migliaia di Euro.

La stima del plusvalore sub b), ossia quello relativo all'area di *business* del comparto alberghiero in cui BASTOGI opera tramite la controllata H2C Gestioni Srl è stata effettuata sul fondamento delle indicazioni desumibili dall'*impairment test* al 31 dicembre 2013 effettuato dal *management* di BASTOGI.

L'*impairment test* è stato svolto secondo la metodologia finanziaria DCF sulla base dei piani di sviluppo 2014-2016 di ciascuna struttura alberghiera gestita.

Nella tabella che segue è raffrontato il contributo al patrimonio netto consolidato di BASTOGI dell'area di *business* del settore alberghiero rispetto al valore economico della medesima, come sopra stimato.

DESCRIZIONE	VALORE CONTABILE	VALORE ECONOMICO	PLUSVALORE
Comparto alberghiero	- 507	3.860	4.367

(dati in migliaia di Euro)

Sul plusvalore del comparto alberghiero non è stata stimata alcuna fiscalità latente poiché il valore di carico della partecipazione in H2C Gestioni Srl rilevante ai fini fiscali è ampiamente superiore al suo stimato valore economico.

Il terzo passaggio applicativo si identifica nella stima del valore economico delle perdite fiscali pregresse di BASTOGI e di società dalla stessa controllate.

Nel caso di specie, si è provveduto a stimare in Euro 1.996 migliaia il potenziale beneficio fiscale connesso alla riportabilità nel tempo di perdite fiscali consolidate e di perdite fiscali proprie di alcune società controllate da BASTOGI.

*****

In conclusione, il patrimonio netto rettificato di BASTOGI alla data del 31 dicembre 2013, determinato secondo il metodo patrimoniale semplice, ammonta a **Euro 17.679 migliaia**, come meglio riepilogato nella tabella che segue:

P.N. CONTABILE BASTOGI AL 31 DICEMBRE 2013	4.578
Plusvalori netti sulle proprietà immobiliari	6.738
Plusvalore comparto alberghiero	4.367
Valore economico perdite pregresse	1.996
P.N. RETTIFICATO BASTOGI AL 31 DICEMBRE 2013	17.679

(dati in migliaia di Euro)

6.2 I risultati dell'applicazione del metodo delle quotazioni di mercato

Ai fini dell'applicazione del metodo delle quotazioni di mercato si è ritenuto opportuno considerare l'andamento del corso del titolo BASTOGI per un arco temporale sufficientemente ampio al fine di neutralizzare, per compensazione, le fluttuazioni di breve periodo.

In particolare, tenuto conto dell'andamento del titolo BASTOGI, che ha registrato un forte apprezzamento a partire dalla fine del mese di gennaio 2014, è stata quantificata, da un lato, la media semplice delle quotazioni di mercato relativa a due orizzonti temporali (3 e 6 mesi solari) e, dall'altro lato, la media semplice delle quotazioni di mercato nel più ampio intervallo temporale di un anno. In entrambi i casi, gli orizzonti temporali di osservazione terminano il 14 maggio 2014.

I valori di BASTOGI risultanti dall'applicazione del metodo delle quotazioni di mercato sono sintetizzati nella tabella che segue:

DESCRIZIONE	VALORE BASTOGI
media a 3 mesi	52.521
media a 6 mesi	37.112
VALORE MEDIO 3-6 MESI	44.817
MEDIA A 12 MESI	25.726

(dati in migliaia di Euro)

6.3 Le sintesi valutative

Le risultanze delle elaborazioni numeriche che precedono hanno condotto alla stima del valore economico di BASTOGI ai fini della FUSIONE apprezzabile in **17.679 migliaia di Euro** ottenuto mediante l'applicazione del metodo patrimoniale semplice.

L'applicazione del metodo delle quotazioni di mercato ha condotto, invece, alla stima del valore economico di BASTOGI ai fini della FUSIONE apprezzabile in **25.726 migliaia di Euro** (media semplice delle quotazioni a 12 mesi solari) e in **44.817 migliaia di Euro** (media semplice a 3 e 6 mesi solari).

Il differenziale tra il valore patrimoniale e quelli di mercato, non facilmente riconducibile a presupposti dimostrabili, può essere in realtà attribuito alle asimmetrie informative e alle motivazioni non sempre razionali che caratterizzano il mercato di titoli sottili, poco scambiati, e a flottante ridotto, come nel caso di BASTOGI.

Inoltre, come detto nelle pagine che precedono, si può ragionevolmente ritenere che l'andamento del titolo incorpori una aspettativa di ripresa delle aree di *business* più innovative di BASTOGI, come quella dei servizi integrati per la gestione, la valorizzazione e la conservazione delle opere d'arte forniti dalla controllata Open Care SpA.

7. L'APPLICAZIONE DEL METODO DI VALUTAZIONE ADOTTATO: LA VALUTAZIONE DELLA INCORPORANDA

Come illustrato nel capitolo 5, la metodologia prescelta per la stima del valore economico di RDL è quella patrimoniale semplice.

L'applicazione di tale metodologia valutativa richiede, in sintesi, la determinazione del patrimonio netto contabile di RDL e la riespressione a valori correnti degli elementi attivi e passivi non monetari che compongono il suo patrimonio netto contabile.

Anche con riferimento a RDL non è stata compiuta alcuna revisione/correzione degli elementi che costituiscono il patrimonio netto contabile al 31 dicembre 2013 poiché il bilancio dell'INCORPORANDA è sottoposto alla revisione legale dei conti da parte di Deloitte & Touche SpA.

Ciò posto, il patrimonio netto contabile di RDL alla data del 31 dicembre 2013, quale risultante dal progetto di bilancio d'esercizio³, ammonta ad Euro 167.049 migliaia ed è composto dagli elementi patrimoniali indicati nella tabella che segue.

Immobilizzazioni	181.163
Attivo circolante	12.516
Altre attività	13
TOTALE ATTIVITÀ	193.692
Fondi per rischi e oneri	9.519
TFR	80
Debiti	16.996
Altre passività	48
PATRIMONIO NETTO	167.049
PATRIMONIO NETTO E PASSIVITÀ	193.692

(dati in migliaia di Euro)

Dalle analisi compiute, è emerso che gli elementi patrimoniali che concorrono a formare il patrimonio netto contabile di RDL alla data del 31 dicembre 2013 suscettibili di essere riespressi al valore corrente sono rappresentati dalle immobilizzazioni finanziarie e, in particolare, dalle partecipazioni detenute da RDL in società controllate.

Tali partecipazioni sono iscritte in bilancio al valore contabile complessivo di Euro 159.028 migliaia, come indicato nella tabella che segue:

³ L'Assemblea chiamata ad approvare il bilancio dell'esercizio 2013 di RDL è stata convocata per il giorno 27 giugno 2014. La Relazione ex art. 14 del D.Lgs. n. 39/2010 della società di revisione Deloitte & Touche SpA è stata emessa in data 26 giugno 2014.

PARTECIPAZIONI	VALORE CONTABILE	% PARTECIPAZIONE
BRIOSCHI	119.362	50,057%
BASTOGI	13.342	75,472%
FORUMNET	14.016	100%
SINTESI	12.221	100%
ALTRE PARTECIPAZIONI	87	100%

(dati in migliaia di Euro)

Il valore corrente delle partecipazioni è stato stimato in funzione del valore economico delle società partecipate determinato secondo metodologie differenti a seconda della natura della società oggetto di valutazione e della base informativa disponibile.

Nello specifico, per la stima del valore economico delle partecipazioni sopra indicate sono state adottate le seguenti metodologie:

- a) patrimoniale semplice per BRIOSCHI;
- b) patrimoniale semplice e delle quotazioni di mercato per BASTOGI;
- c) finanziaria DCF per FORUMNET;
- d) patrimoniale semplice per SINTESI;
- e) patrimoniale semplice per le ALTRE PARTECIPAZIONI.

Nel seguito, per ciascuna partecipazione detenuta da RDL, sono riepilogati i risultati ottenuti applicando la metodologia valutativa prescelta.

La valutazione di BRIOSCHI

La stima del valore economico di BRIOSCHI è stata effettuata ricorrendo alla metodologia patrimoniale semplice.

Come noto, l'applicazione di tale metodo richiede quale punto di partenza dell'analisi la determinazione del patrimonio netto consolidato di pertinenza di BRIOSCHI, quale desumibile dal bilancio consolidato.

Anche con riferimento a BRIOSCHI non è stata compiuta alcuna revisione/correzione degli elementi che costituiscono il patrimonio netto consolidato al 31 dicembre 2013 poiché il bilancio consolidato è sottoposto alla revisione legale dei conti da parte di Deloitte & Touche SpA.

Ciò posto, il patrimonio netto consolidato di BRIOSCHI alla data del 31 dicembre 2013 ammonta ad Euro 121.787 migliaia ed è composto dagli elementi patrimoniali indicati nella tabella che segue.

Attività non correnti	310.777
Attività correnti	198.253
TOTALE ATTIVITÀ	509.030
Passività non correnti	128.478
Passività correnti	257.284
PATRIMONIO NETTO DI GRUPPO	121.787
Capitale e riserve di terzi	1.481
PATRIMONIO NETTO	123.268
PATRIMONIO NETTO E PASSIVITÀ	509.030

(dati in migliaia di Euro)

Successivamente, l'applicazione del metodo patrimoniale semplice richiede l'individuazione e la stima dei plusvalori/minusvalori insiti nella componenti attive e passive del patrimonio netto consolidato di BRIOSCHI.

Dalle analisi compiute sono emersi plusvalori patrimoniali attribuibili:

- a) alle proprietà immobiliari detenute da BRIOSCHI direttamente o per il tramite di società controllate;
- b) alla partecipazione detenuta nella società collegata Camabo Srl;
- c) al valore economico delle perdite fiscali pregresse in capo al Gruppo BRIOSCHI.

L'accertamento dei plusvalori di cui sopra è stato effettuato sulla base delle seguenti assunzioni:

- la stima dei plusvalori riferibili alle proprietà immobiliari detenute direttamente da BRIOSCHI, o tramite società dalla stessa controllate, è stata effettuata sulla base del valore corrente desumibile dalle perizie riferite alla data del 31 dicembre 2013 predisposte da un primario operatore indipendente del settore immobiliare (CBRE Valuation SpA) al netto, ove del caso, degli stimati costi a finire delle opere;
- la stima del plusvalore della partecipazione detenuta da BRIOSCHI nella collegata Camabo Srl è stata effettuata adottando la metodologia valutativa patrimoniale semplice;
- i plusvalori emersi sono stati considerati, ove del caso, al netto del relativo effetto fiscale. In particolare, la misura degli oneri fiscali potenziali sui plusvalori emergenti dall'espressione a valori correnti degli immobili afferenti a BRIOSCHI e a società dalla stessa controllate è stata forfettariamente quantificata nel 20% per gli investimenti immobiliari e nel 31,4% per gli immobili classificati tra le rimanenze.

Sulla base di quanto precede, la valorizzazione degli elementi patrimoniali sub a) secondo la metodologia patrimoniale semplice ha fatto emergere plusvalori riferibili a cespiti immobiliari di pertinenza di BRIOSCHI e di società dalla stessa controllate.

Nella tabella che segue sono evidenziati cumulativamente: *i)* il valore contabile; *ii)* il valore di mercato desumibile dalle perizie sopra citate, al netto, ove del caso, dei costi a finire stimati; *iii)* il plusvalore complessivo delle proprietà immobiliari al lordo degli effetti fiscali.

DESCRIZIONE	VALORE CONTABILE	VALORE DI MERCATO	PLUSVALORE
Proprietà immobiliari	375.913	503.834	127.920

(dati in migliaia di Euro)

Il plusvalore complessivo delle proprietà immobiliari di BRIOSCHI e delle società dalla stessa controllate, al netto degli oneri fiscali potenziali stimati in 29.642 migliaia di Euro, ammonta a 98.278 migliaia di Euro.

La quantificazione del valore corrente della partecipazione sopra indicata sub b) detenuta da BRIOSCHI in Camabo Srl, pari al 49% del capitale sociale di quest'ultima, da confrontare con il valore contabile di iscrizione in bilancio, è stata effettuata applicando il metodo patrimoniale semplice.

Il patrimonio netto contabile di Camabo Srl alla data del 31 dicembre 2013, quale punto di partenza per l'applicazione del metodo patrimoniale semplice, è pari ad Euro 91.826 migliaia.

Gli elementi dell'attivo patrimoniale di Camabo Srl da esprimere al valore corrente sono rappresentati:

- da proprietà immobiliari;
- dalla partecipazione totalitaria detenuta in Infrafin SpA, società titolare di un'area di sviluppo immobiliare sita nel Comune di Rozzano (MI) il cui valore di mercato alla data del 31 dicembre 2013 è stato stimato da un primario operatore indipendente del settore immobiliare (CBRE Valuation SpA).

Nella tabella che segue sono cumulativamente riepilogati: *i)* il valore contabile; *ii)* il valore di mercato e *iii)* il plusvalore di pertinenza degli *asset* di Camabo Srl al lordo degli effetti fiscali.

DESCRIZIONE	VALORE CONTABILE	VALORE DI MERCATO	PLUSVALORE
asset Camabo Srl	93.790	126.165	32.375

(dati in migliaia di Euro)

Il plusvalore complessivo degli *asset* Camabo Srl, al netto degli oneri fiscali potenziali stimati in Euro 665 migliaia, ammonta a 31.710 migliaia di Euro.

Di seguito è riepilogato il plusvalore lordo della partecipazione detenuta da BRIOSCHI in Camabo Srl, quale emerge dal confronto, in relazione alla percentuale di

partecipazione detenuta, tra il valore contabile della partecipazione e il patrimonio netto rettificato della medesima.

DESCRIZIONE	VALORE CONTABILE	P.N. RETTIFICATO	PLUSVALORE
Camabo Srl (49%)	42.859	60.533	17.674

(dati in migliaia di Euro)

Il plusvalore complessivo della partecipazione Camabo Srl detenuta da BRIOSCHI, al netto dell'effetto fiscale di Euro 199 migliaia, ammonta ad Euro 17.475 migliaia.

Infine, per la determinazione del patrimonio netto rettificato di BRIOSCHI è stato stimato in Euro 910 migliaia il beneficio fiscale connesso alla riportabilità nel tempo delle perdite fiscali del Gruppo.

Tenuto conto di quanto sopra, il patrimonio netto rettificato di BRIOSCHI, ottenuto sommando al patrimonio netto consolidato di pertinenza del Gruppo l'ammontare dei plusvalori netti delle proprietà immobiliari, della partecipazione detenuta in Camabo Srl e del valore economico delle perdite fiscali pregresse, ammonta a 238.450 migliaia di Euro, come riepilogato nella tabella che segue:

P.N. CONTABILE BRIOSCHI AL 31 DICEMBRE 2013	121.787
Plusvalori netti sulle proprietà immobiliari	98.278
Plusvalore netto Camabo Srl	17.475
Valore economico perdite pregresse	910
P.N. RETTIFICATO BRIOSCHI AL 31 DICEMBRE 2013	238.450

(dati in migliaia di Euro)

Tenuto conto della percentuale di partecipazione di RDL in BRIOSCHI, pari al 50,057% del capitale sociale, al valore della partecipazione BRIOSCHI è stato applicato un premio per il controllo del 10%, ritenuto ragionevole anche in considerazione della inclusione di fattori che potrebbero giustificare un premio più elevato nella base di valore ottenuta applicando il metodo patrimoniale semplice.

Ciò posto, il valore della partecipazione di RDL in **BRIOSCHI** al 31 dicembre 2013, ottenuto applicando il metodo patrimoniale semplice, ammonta ad **Euro 131.297 migliaia**, come riepilogato nella tabella che segue:

P.N. rettificato BRIOSCHI al 31 dicembre 2013	238.450
Quota di partecipazione di RDL (50,057%)	119.361
Premio per il controllo 10%	11.936
Valore partecipazione di RDL	131.297

(dati in migliaia di Euro)

Tale valore, raffrontato al valore di carico della partecipazione BRIOSCHI in RDL, pari ad Euro 119.362 migliaia, genera una plusvalore netto di Euro 11.909 migliaia.

La valutazione di BASTOGI

Per esigenze di omogeneità valutativa, tenuto conto delle finalità della presente Relazione, la stima del valore economico della partecipazione detenuta da RDL in BASTOGI è stata effettuata sulla base della valutazione attribuita in sede di stima del valore dell'INCORPORANTE, di cui al paragrafo 6.3.

Tenuto conto della percentuale di controllo, pari al 75,472%, la stima del valore della partecipazione detenuta da RDL in **BASTOGI** è apprezzabile nella misura indicata nella tabella che segue.

METODOLOGIA DI VALUTAZIONE	VALORE BASTOGI	VALORE PARTECIPAZIONE BASTOGI
patrimoniale semplice	17.679	13.342
quotazioni di mercato (media 3/6 mesi)	44.817	33.824
quotazioni di mercato (media 12 mesi)	25.726	19.416

(dati in migliaia di Euro)

Tali valori, raffrontati al valore di carico della partecipazione BASTOGI in RDL, pari ad Euro 13.342 migliaia, e al valore fiscalmente rilevante della medesima, generano i plusvalori netti riepilogati nella tabella che segue.

METODOLOGIA DI VALUTAZIONE	VALORE PARTECIPAZIONE BASTOGI	PLUSVALORE NETTO
patrimoniale semplice	13.342	-
quotazioni di mercato (media 3/6 mesi)	33.824	20.324
quotazioni di mercato (media 12 mesi)	19.416	6.074

Da ultimo, si segnala che anche alla luce delle considerazioni precedentemente svolte a supporto della scelta di affiancare alla metodologia valutativa patrimoniale semplice quella delle quotazioni di mercato, si è ritenuto ragionevole non valorizzare alcun premio per il controllo per la stima del valore della partecipazione detenuta da RDL in BASTOGI.

La valutazione di FORUMNET

La stima del valore della partecipazione totalitaria di RDL in FORUMNET è stata effettuata applicando la metodologia finanziaria c.d. "Unlevered Discounted Cash Flow"

secondo la quale il valore economico di una azienda è stimato in base ai flussi di cassa futuri attualizzati in funzione dell'arco temporale in cui si sono ottenuti.

La valutazione d'azienda basata sui flussi di cassa attualizzati è quindi funzione di tre elementi fondamentali: *i)* l'entità del flusso di cassa; *ii)* la distribuzione nel tempo dei flussi di cassa; *iii)* il tasso di attualizzazione.

Il metodo finanziario in parola trova sintetica espressione nella seguente formula:

$$W_{\text{equity}} = W_{\text{unlevered}} + SA - PFN$$

dove:

$W_{\text{unlevered}}$ è il valore attuale dei flussi di cassa e del *terminal value*;

SA è il valore dei *surplus asset*;

PFN è il valore della posizione finanziaria netta.

La stima del valore economico di FORUMNET secondo la metodologia indicata è stata effettuata:

- sulla base delle indicazioni desumibili dal Piano consolidato pluriennale elaborato dalla società;
- scontando i flussi di cassa attesi nel periodo 2014 - 2017 ad un costo medio ponderato del capitale (WACC) dell'8,5%;
- stimando il *terminal value* in funzione di un flusso sostenibile a regime con un tasso di crescita conservativo dell'1%;
- valorizzando come *surplus asset* il beneficio fiscale atteso oltre il periodo di previsione analitica relativo all'ammortamento del valore fiscale residuo dei cespiti ammortizzabili.

Tenuto conto della PFN di FORUMNET al 31 dicembre 2013, pari a 16.416 migliaia di Euro, nonché della rettifica di 173 migliaia di Euro imputabile ad entità non incluse nel Piano consolidato, il valore economico della partecipazione detenuta da RDL in **FORUMNET** è stimato in **Euro 34.828 migliaia**, come illustrato nella tabella che segue.

$W_{\text{unlevered}}$ FORUMNET	51.417
PFN	16.416
Rettifiche società in liquidazione	173
Valore partecipazione di RDL	34.828

(dati in migliaia di Euro)

Tale valore, raffrontato al valore di carico della partecipazione FORUMNET in RDL, pari ad Euro 14.016 migliaia, genera una plusvalenza netta di Euro 20.526 migliaia.

La valutazione di SINTESI

La stima del valore economico di SINTESI è stata effettuata secondo il metodo patrimoniale semplice in considerazione della natura di *holding* immobiliare della società.

L'applicazione del metodo di valutazione prescelto richiede, quale punto di partenza dell'analisi, la determinazione del patrimonio netto consolidato di pertinenza di SINTESI, quale desumibile dal progetto di bilancio dell'esercizio al 31 dicembre 2013⁴.

Anche con riferimento a SINTESI non è stata compiuta alcuna revisione/correzione degli elementi che costituiscono il patrimonio netto contabile al 31 dicembre 2013 poiché il bilancio d'esercizio è sottoposto alla revisione legale dei conti da parte di Deloitte & Touche SpA.

Ciò posto, il patrimonio netto contabile di SINTESI alla data del 31 dicembre 2013 ammonta ad Euro 6.954 migliaia ed è composto dagli elementi patrimoniali indicati nella tabella che segue.

Immobilizzazioni	70.624
Attivo circolante	14.961
Altre attività	3
TOTALE ATTIVITÀ	85.588
Fondi per rischi e oneri	5.819
TFR	144
Debiti	72.671
PATRIMONIO NETTO	6.954
PATRIMONIO NETTO E PASSIVITÀ	85.588

(dati in migliaia di Euro)

Successivamente, l'applicazione del metodo patrimoniale semplice richiede l'individuazione e la stima dei plusvalori/minusvalori delle componenti del patrimonio netto contabile di SINTESI.

Dalle analisi compiute sono emersi plusvalori patrimoniali attribuibili, da un lato, alla partecipazione detenuta in Camabo Srl, pari al 51% del capitale sociale di quest'ultima, e dall'altro lato, a contingenze attive di natura immobiliare proprie di SINTESI.

In particolare, la stima del plusvalore della partecipazione detenuta da SINTESI in Camabo Srl è stata effettuata adottando la metodologia valutativa patrimoniale semplice, secondo le modalità già illustrate in sede di stima del valore della partecipazione detenuta in Camabo Srl da BRIOSCHI.

⁴ L'Assemblea chiamata ad approvare il bilancio dell'esercizio 2013 di SINTESI è stata convocata per il giorno 27 giugno 2014. La Relazione ex art. 14 del D.Lgs. n. 39/2010 della società di revisione Deloitte & Touche SpA è stata emessa in data 26 giugno 2014.

In tale sede, il patrimonio netto rettificato di Camabo Srl è stato stimato in Euro 123.536 migliaia, pari alla somma del patrimonio netto contabile (Euro 91.826 migliaia) e dei plusvalori netti (Euro 31.710 migliaia).

Di seguito è riepilogato il plusvalore lordo della partecipazione detenuta da SINTESI in Camabo Srl, quale emerge dal confronto, in relazione alla percentuale di partecipazione detenuta, tra il valore contabile della partecipazione e il patrimonio netto rettificato della medesima.

DESCRIZIONE	VALORE CONTABILE	P.N. RETTIFICATO	PLUSVALORE
Camabo Srl (51%)	50.646	63.003	12.357

(dati in migliaia di Euro)

Al netto dell'effetto fiscale di Euro 170 migliaia, il plusvalore complessivo della partecipazione di SINTESI in Camabo Srl è pari a Euro 12.187 migliaia.

L'ulteriore plusvalore patrimoniale stimato in capo a SINTESI è ricollegabile a contingenze di natura immobiliare stimabili, al netto dell'effetto fiscale, in Euro 19.200 migliaia.

Tenuto conto di quanto sopra, il patrimonio netto rettificato di **SINTESI**, e quindi il valore della partecipazione in essa detenuta da RDL, ammonta a **Euro 38.341 migliaia**, come riepilogato nella tabella che segue:

P.N. CONTABILE SINTESI AL 31 DICEMBRE 2013	6.954
Plusvalore netto Camabo Srl	12.187
Plusvalore immobiliare	19.200
P.N. RETTIFICATO SINTESI AL 31 DICEMBRE 2013	38.341

(dati in migliaia di Euro)

Tale valore, raffrontato al valore di carico della partecipazione SINTESI in RDL, pari ad Euro 12.221 migliaia, genera una plusvalenza al netto degli effetti fiscali di Euro 25.761 migliaia.

La valutazione delle ALTRE PARTECIPAZIONI

La stima del valore delle ALTRE PARTECIPAZIONI detenute da RDL è stata effettuata con la metodologia patrimoniale semplice.

Dall'analisi svolta non sono emersi plusvalori/minusvalori patrimoniali, pertanto le ALTRE PARTECIPAZIONI sono state considerate, ai fini della presente analisi, al valore contabile di iscrizione nel progetto di bilancio civilistico al 31 dicembre 2013 di RDL, pari a 87 migliaia di Euro.

*****

In conclusione, il valore economico di RDL ai fini della FUSIONE stimato secondo la metodologia patrimoniale semplice, nei diversi scenari di valutazione della controllata BASTOGI, è individuabile in un intervallo ricompreso tra un **minimo di Euro 225.245 migliaia** (in corrispondenza della valutazione di BASTOGI secondo il metodo patrimoniale semplice) e un **massimo di Euro 245.569 migliaia** (in corrispondenza della valutazione di BASTOGI secondo il metodo delle quotazioni medie di mercato a 3 e 6 mesi).

Le tabelle che seguono evidenziano, nei diversi scenari di valutazione di BASTOGI, la composizione del patrimonio netto rettificato di RDL.

P.N. CONTABILE RDL AL 31 DICEMBRE 2013	167.049
Plusvalore netto BRIOSCHI	11.909
Plusvalore netto BASTOGI (NAV)	-
Plusvalore netto FORUMNET	20.526
Plusvalore netto SINTESI	25.761
P.N. RETTIFICATO RDL AL 31 DICEMBRE 2013	225.245

(dati in migliaia di Euro)

P.N. CONTABILE RDL AL 31 DICEMBRE 2013	167.049
Plusvalore netto BRIOSCHI	11.909
Plusvalore netto BASTOGI (mercato a 12 mesi)	6.074
Plusvalore netto FORUMNET	20.526
Plusvalore netto SINTESI	25.761
P.N. RETTIFICATO RDL AL 31 DICEMBRE 2013	231.319

(dati in migliaia di Euro)

P.N. CONTABILE RDL AL 31 DICEMBRE 2013	167.049
Plusvalore netto BRIOSCHI	11.909
Plusvalore netto BASTOGI (mercato, media 3-6 mesi)	20.324
Plusvalore netto FORUMNET	20.526
Plusvalore netto SINTESI	25.761
P.N. RETTIFICATO RDL AL 31 DICEMBRE 2013	245.569

(dati in migliaia di Euro)

8. LE SINTESI VALUTATIVE: IL RAPPORTO DI CAMBIO

La funzione del rapporto di cambio, come noto, è quella di assegnare agli azionisti della INCORPORANDA un numero di azioni tale da consentire loro di mantenere nella società che risulterà dalla FUSIONE di una posizione equivalente, in termini di valore effettivo, a quella che avevano precedentemente all'operazione.

Nel caso specifico, al fine di determinare il rapporto di cambio inteso quale numero delle "nuove azioni" che BASTOGI dovrà emettere e riconoscere agli azionisti RDL in cambio delle loro "vecchie azioni", nella tabella che segue si riepilogano il numero delle azioni in circolazione di BASTOGI e di RDL, nonché i valori effettivi stimati delle due SOCIETÀ partecipanti alla FUSIONE:

SOCIETÀ	NR AZIONI	VALORE MINIMO *	VALORE MASSIMO *
BASTOGI	17.787.594	17.679	44.817
RDL	40.630.100	225.245	245.569

(* dati in migliaia di Euro)

Ai fini della determinazione del rapporto di cambio si è considerato, come illustrato nel capitolo 4, che a valere sul capitale sociale di RDL sono in circolazione n. 5.235.940 *warrant* esercitabili esclusivamente dall'1 luglio 2015 al 31 dicembre 2015 al prezzo unitario di Euro 1,12.

Verificata la convenienza economica all'esercizio dei *warrant*, pari alla differenza tra il valore per azione RDL (compreso tra un minimo di Euro 5,54 e un massimo di Euro 6,04) e il prezzo di esercizio (Euro 1,12), si è tenuto conto nella stima del valore economico di RDL sia del corrispettivo complessivo richiesto ai titolari dei *warrant* per l'esercizio degli stessi (Euro 5.864 migliaia), sia del valore economico attribuibile alle azioni virtualmente spettanti ai titolari medesimi.

Ciò posto, il rapporto di cambio teorico è stato individuato sulla base della seguente proporzione:

$$W_{RDL} / W_{BASTOGI} \times N_{BASTOGI} / N_{RDL}$$

dove:

W_{RDL} rappresenta il valore effettivo attribuito a RDL;

$W_{BASTOGI}$ rappresenta il valore effettivo attribuito a BASTOGI;

$N_{BASTOGI}$ il numero delle azioni della INCORPORANTE;

N_{RDL} il numero delle azioni della INCORPORANDA.

Tenuto conto delle ipotesi considerate, delle analisi e delle scelte valutative compiute per l'applicazione del metodo patrimoniale semplice per la stima del valore

economico delle SOCIETÀ partecipanti alla FUSIONE, si è pervenuti alla determinazione di un **rapporto di cambio di 5,070 azioni BASTOGI per ogni azione RDL.**

Per il complesso delle considerazioni esposte nella presente Relazione, si è ritenuto opportuno fornire al Comitato Parti Correlate e al Consiglio di Amministrazione di BASTOGI ulteriori dati e riferimenti utili per la determinazione del rapporto di cambio effettivo, rispetto a quelli desumibili dall'applicazione del metodo patrimoniale semplice, secondo un approccio ispirato al principio di equità a tutela delle minoranze azionarie di BASTOGI.

In tale ottica, si reputano fondate alcune indicazioni di valore economico delle SOCIETÀ partecipanti alla FUSIONE che riflettono le risultanze della valutazione della INCORPORANTE secondo il metodo delle quotazioni di mercato in diversi orizzonti temporali terminanti il 14 maggio 2014.

In particolare, sulla base delle quotazioni di mercato di BASTOGI rilevate dalla media semplice a 3 e a 6 mesi solari, si perviene alla determinazione di un **rapporto di cambio di 2,175 azioni BASTOGI per ogni azione RDL.**

La valutazione di BASTOGI sulla base delle quotazioni di mercato medie degli ultimi 12 mesi solari conduce, invece, alla determinazione di un **rapporto di cambio di 3,575 azioni BASTOGI per ogni azione RDL.**

Infine, ad ulteriore supporto della decisione che spetterà al Consiglio di Amministrazione di BASTOGI, si ritiene opportuno segnalare che l'eventuale valutazione della INCORPORANTE sulla base della media semplice a 3, 6 e 12 mesi solari delle quotazioni di mercato⁵ condurrebbe ad un **rapporto di cambio di 2,488 azioni BASTOGI per ogni azione RDL.**

*****

Per le considerazioni esposte, lo scrivente ritiene che l'intervallo di valori ricompreso tra 2,175 e 5,070 azioni ordinarie BASTOGI per una azione ordinaria RDL, coincidente con quello entro cui individuare il rapporto di cambio per i titolari dei *warrant*, rappresenti il gradiente di valori uniformemente idonei a realizzare l'operazione di fusione inversa per incorporazione di RDL in BASTOGI.

Ad avviso dello scrivente, il Consiglio di Amministrazione di BASTOGI è nelle condizioni - sulla base degli ulteriori dati ed elementi forniti nella presente Relazione - di individuare il rapporto di cambio effettivo che in un'ottica di equità tuteli al meglio le minoranze azionarie dell'INCORPORANTE.

Milano, 27 giugno 2014

Prof. Franco Dalla Sega



⁵ A cui corrisponde un valore economico di BASTOGI di Euro 38.453 migliaia e un valore economico di RDL di Euro 240.833.



Bastogi S.p.A.

Comitato per le Operazioni con Parti Correlate

Parere sulla fusione per incorporazione

di

Raggio di Luna S.p.A.

in

Bastogi S.p.A.

Redatto ai sensi dell'art. 2.2 delle procedure per le operazioni con parti correlate di Bastogi S.p.A. (la "Procedura Bastogi") e dell'art. 8 del Regolamento Consob n. 17221 del 12 marzo 2010, come successivamente modificato con delibera n. 17389 del 23 giugno 2010 (il "Regolamento Parti Correlate")

Il presente parere è rilasciato dal comitato Controllo e Rischi (che svolge le funzioni di Comitato Parti Correlate) di Bastogi S.p.A. (il “Comitato”) composto da tre amministratori non esecutivi, di cui due amministratori indipendenti, con riferimento all’operazione di fusione cd. inversa per incorporazione (l’“Operazione” ovvero la “Fusione”) della controllante Raggio di Luna S.p.A. (“Raggio di Luna”) in Bastogi S.p.A. (“Bastogi” o la “Società”).

Ai sensi dell’art. 2.2 della Procedura Bastogi, il Comitato è stato chiamato ad esprimere il proprio parere sull’interesse della Società al compimento dell’Operazione, nonché sulla convenienza e sulla correttezza sostanziale dell’Operazione.

L’Operazione è stata rappresentata al consiglio di amministrazione di Bastogi nella riunione del 14 maggio 2014 e, a partire da tale data, questo Comitato è stato coinvolto nell’Operazione attraverso l’invio di un flusso informativo completo e tempestivo.

La Fusione

La Fusione sarà realizzata attraverso l’incorporazione di Raggio di Luna in Bastogi (cd. fusione inversa).

È previsto che il progetto di Fusione (il “Progetto di Fusione”) sia portato all’attenzione del consiglio di amministrazione di Bastogi, con la proposta di deliberarne l’approvazione, durante la riunione convocata per il 27 giugno 2014.

Il Progetto di Fusione è stato predisposto sulla base dei bilanci di esercizio al 31 dicembre 2013 di Bastogi e di Raggio di Luna.

La Fusione si configura come operazione fra parti correlate in quanto Raggio di Luna controlla la Società (detenendo il 75,472% del capitale sociale di Bastogi). In particolare, l’operazione costituisce un’operazione tra parti correlate qualificabile come operazione di maggiore rilevanza ai sensi del Regolamento Parti Correlate nonché della Procedura Bastogi approvata dal consiglio di amministrazione di Bastogi in data 11 novembre 2010. A tal proposito, si segnala che la Società si è avvalsa della facoltà di disciplinare con un’unica procedura sia le operazioni di minore rilevanza sia le operazioni di maggiore rilevanza.

Il perfezionamento della Fusione è subordinato alle circostanze che:

- (i) Consob confermi che in conseguenza della Fusione non sorga alcun obbligo di promuovere un’offerta pubblica di acquisto su azioni Brioschi Sviluppo Immobiliare S.p.A. in capo ad alcuno degli attuali soci di Raggio di Luna ovvero in capo a Bastogi (anche per effetto dell’applicazione dell’esenzione di cui agli articoli 106, comma 5, lett. b) del Testo Unico della Finanza e 49, comma 1, lett. c) del Regolamento Emittenti Consob – c.d. esenzione per “trasferimenti infragruppo”); e
- (ii) alcune banche creditrici di Sintesi S.p.A., Bastogi e Raggio di Luna, prestino il proprio assenso in connessione alla Fusione.

Il Comitato ha individuato e proposto per la nomina al consiglio di amministrazione di Bastogi il prof. Franco Dalla Sega quale *advisor* finanziario indipendente (l'“Advisor”). L'Advisor è stato quindi nominato dalla Società e ha coadiuvato sia il Comitato nelle valutazioni connesse al rilascio del presente parere sia il consiglio di amministrazione di Bastogi nelle valutazioni connesse alla determinazione del rapporto di cambio della Fusione.

Sulla base della relazione dell'Advisor, il Comitato ha preso atto che, date le caratteristiche delle società partecipanti alla Fusione e la finalità dell'Operazione, la scelta dei metodi di valutazione per la determinazione del rapporto di cambio ha implicato la necessità di tenere conto di un duplice ordine di priorità.

In primo luogo, è stata perseguita l'omogeneità dei metodi di valutazione, quale regola basilare per la stima di valori effettivi raffrontabili; in secondo luogo, si è proceduto all'individuazione di metodi di valutazione adeguati alla situazione concreta delle società interessate alla Fusione, considerando e soppesando ogni specificità interna ed esterna.

Nell'ottica di contemperare entrambe le esigenze, tenuto conto del rapporto di controllo in essere tra le società partecipanti alla Fusione e della circostanza che solo una di esse è quotata sul mercato borsistico, è stato ritenuto opportuno affiancare all'informativa desumibile dall'adozione del metodo di valutazione patrimoniale semplice (Net Asset Value) quella desumibile dall'analisi delle quotazioni di mercato del titolo Bastogi.

Tale approccio valutativo è evidentemente finalizzato a tenere in considerazione i diversi elementi disponibili per la stima ed è ispirato ad un principio di equità a tutela delle minoranze azionarie di Bastogi.

In tale ottica, è parso ragionevole riconoscere nella valutazione di Bastogi il valore che gli azionisti di minoranza potrebbero in astratto realizzare sul mercato, sul presupposto che l'attuale valorizzazione di Borsa del titolo incorpori potenzialmente alcuni plusvalori impliciti non adeguatamente apprezzabili mediante l'applicazione della metodologia valutativa patrimoniale semplice.

Sono state pertanto costruite due analisi: (i) una prima analisi fedele al principio di omogeneità dei criteri valutativi fondata sull'applicazione del metodo patrimoniale semplice sia a Bastogi sia a Raggio di Luna; (ii) una seconda analisi condotta valutando Bastogi al valore di mercato espresso dalla Borsa (sulla base di diversi orizzonti temporali considerati) e mantenendo ferma la valutazione al NAV di Raggio di Luna (salvo per gli effetti connessi al cambiamento di metodo di valutazione di Bastogi).

Sulla base di quanto illustrato dall'Advisor e tenuto conto della presenza di warrant (n. 5.235.940 warrant Raggio di Luna in circolazione), l'intervallo di congruità del rapporto di cambio tra azioni Bastogi e azioni Raggio di Luna risulta definito dai seguenti limiti.

MIN			MAX
NAV RDL/MKT BAST. A 3-6 MESI	NAV RDL/MKT BAST. A 3-6-12 MESI	NAV RDL/MKT BAST. A 12 MESI	NAV RDL/NAV BAST.
2,175 : 1	2,488 : 1	3,575 : 1	5,070 : 1

Nello specifico, tramite l'applicazione del metodo patrimoniale semplice per la stima del valore economico delle società partecipanti alla Fusione, si perviene alla determinazione di un rapporto di cambio di 5,070 azioni Bastogi per ogni azione Raggio di Luna.

Secondo un approccio ispirato al principio di equità a tutela delle minoranze azionarie di Bastogi, si sono quindi prese in considerazione le indicazioni di valore economico delle società partecipanti alla Fusione desumibili dalle quotazioni di Bastogi in diversi orizzonti temporali terminanti il 14 maggio 2014 (data di annuncio al mercato dell'avvio degli approfondimenti e adempimenti preliminari relativi alla Fusione).

In particolare, sulla base delle quotazioni di mercato di Bastogi rilevate dalla media semplice a 3 e a 6 mesi solari, si perviene alla determinazione di un rapporto di cambio di 2,175 azioni Bastogi per ogni azione Raggio di Luna.

La valutazione di Bastogi sulla base delle quotazioni di mercato medie degli ultimi 12 mesi solari conduce, invece, alla determinazione di un rapporto di cambio di 3,575 azioni Bastogi per ogni azione Raggio di Luna.

Infine, ad ulteriore integrazione delle osservazioni rilevate, sulla base della media semplice a 3, 6 e 12 mesi solari delle quotazioni di mercato di Bastogi, si perviene alla determinazione di un rapporto di cambio di 2,488 azioni Bastogi per ogni azione Raggio di Luna.

Si ricorda che il rapporto di cambio sarà sottoposto, ai sensi della disciplina applicabile, alla valutazione di congruità della società di revisione KPMG S.p.A. ("KPMG"), nominata dal Tribunale di Milano con provvedimento depositato in data 26 maggio 2014, quale esperto comune incaricato di redigere la relazione sulla congruità del rapporto di cambio ai sensi e per gli effetti dell'articolo 2501-*sexies* del codice civile.

Per effetto della Fusione, gli azionisti dell'incorporanda Raggio di Luna riceveranno, a fronte delle azioni ordinarie da essi possedute in Raggio di Luna, azioni prive di valore nominale di Bastogi, sulla base del rapporto di cambio della Fusione. Inoltre, i titolari dei n. 5.235.940 warrant Raggio di Luna in circolazione otterranno, sulla base del medesimo rapporto di cambio, nuovi warrant esercitabili in azioni Bastogi *post* Fusione. I termini e le condizioni di esercizio dei *warrant* Raggio di Luna rimarranno inalterati ad eccezione del prezzo di esercizio di ciascun *warrant* che, in conseguenza del suddetto rapporto di cambio, verrà adeguato al fine di garantire l'equivalenza tra i diritti attribuiti dai *warrant* Raggio di Luna e i diritti attribuiti dai *warrant* Bastogi. I *warrant* Bastogi, al pari dei *warrant* Raggio di Luna, potranno essere esercitati dal 1° luglio 2015 fino al 31 dicembre 2015.

Non è prevista alcuna ipotesi di diritto di recesso ai sensi della normativa applicabile.

Ai sensi dell'art. 2504-bis cod. civ. gli effetti giuridici della Fusione si produrranno dalla data in cui sarà stata eseguita presso il registro delle imprese l'ultima delle iscrizioni prescritte dall'art. 2504 cod. civ. ovvero da altra data successiva eventualmente stabilita nell'atto di fusione (la "Data di Efficacia").

A partire dalla Data di Efficacia, la Società subentrerà in tutti i rapporti giuridici attivi e passivi facenti capo a Raggio di Luna.

Ai fini contabili e fiscali, le operazioni compiute dalla società incorporanda Raggio di Luna verranno imputate al bilancio della Società a far tempo dalla medesima predetta Data di Efficacia.

Istruttoria

Il Comitato è stato coinvolto nella fase iniziale delle trattative e nella fase di istruttoria relativa alla Fusione attraverso la trasmissione di un flusso informativo tempestivo e adeguato nonché un costante aggiornamento da parte del *management* di Bastogi in relazione all'evoluzione delle attività poste in essere.

In particolare, a seguito di quanto deliberato nel corso della riunione del consiglio di amministrazione di Bastogi in data 14 maggio 2014, nella quale si è deliberato di avviare lo studio dell'Operazione:

- in data 15 maggio 2014 il Comitato ha avviato l'attività istruttoria ritenendo opportuno individuare un *advisor* indipendente in grado di assistere il Comitato nelle proprie valutazioni in relazione all'Operazione. Il Comitato, a seguito di una preliminare analisi compiuta, ha deliberato all'unanimità di proporre il prof. Franco Dalla Sega quale *advisor* finanziario indipendente per il Comitato;
- in data 20 maggio 2014 il Comitato si è riunito per condividere le risultanze dell'incontro tenutosi il 16 maggio 2014 al quale aveva partecipato la dr.ssa Marchesoni in rappresentanza del Comitato medesimo, insieme ad alcuni amministratori, dirigenti e rappresentanti delle funzioni societarie di Bastogi nonché dell'Advisor al fine di condividere procedure, metodi di valutazione e tempistiche della Fusione;
- in data 26 maggio 2014 il Comitato ha partecipato alla riunione congiunta degli organi di controllo del Gruppo Bastogi (Collegio Sindacale, Organismo di Vigilanza, Internal Audit) e, in merito alle operazioni con Parti Correlate, ha aggiornato i presenti sullo stato di avanzamento dei lavori relativi al progetto di fusione e sul primo incontro con l'Advisor incaricato da Bastogi;
- in data 4 giugno 2014 il Comitato ha condiviso l'esito dell'incontro che si è svolto il 3 giugno 2014 al quale ha partecipato la dr.ssa Masella in rappresentanza del Comitato stesso insieme ad alcuni amministratori, dirigenti e rappresentanti delle funzioni societarie di Bastogi nonché all'Advisor e a KPMG (quale esperto indipendente nominato dal Tribunale di Milano), nel corso del quale è stata presentata l'Operazione a KPMG e sono state illustrate le procedure e le tempistiche indicative della Fusione;

- in data 18 giugno 2014 si è svolto un incontro (poi oggetto di condivisione in una riunione del Comitato tenutasi il giorno successivo) al quale hanno partecipato le dr.sse Masella e Sacerdote in rappresentanza del Comitato medesimo insieme ad alcuni amministratori, dirigenti e rappresentanti delle funzioni societarie di Bastogi nonché all'Advisor della Società e a KPMG per illustrare le prime conclusioni dell'Advisor in merito alle valutazioni da utilizzare per la determinazione del rapporto di cambio;
- in data 24 giugno 2014 il Comitato ha ampiamente relazionato gli Organi di controllo della Società (Collegio Sindacale, Organismo di Vigilanza e Internal Audit) in merito allo stato di avanzamento dell'Operazione riferendo circa l'attività svolta;
- in data 27 giugno 2014, l'Advisor ha illustrato al Comitato la propria relazione sui criteri di valutazione alla base della determinazione del rapporto di cambio. Il Comitato ha pertanto proceduto alla redazione del presente parere che riporta le conclusioni alle quali il Comitato stesso è giunto.

Documentazione esaminata ai fini del rilascio del parere

Ai fini delle proprie valutazioni, il Comitato ha esaminato, in particolare:

- la bozza del Progetto di Fusione per incorporazione di Raggio di Luna in Bastogi redatto ai sensi e per gli effetti dell'art. 2501-*ter* del codice civile;
- la bozza della relazione illustrativa del consiglio di amministrazione di Bastogi sul progetto di Fusione redatta ai sensi dell'art. 2501-*quinqüies* del codice civile e dell'art. 70, comma 2, del Regolamento Emittenti;
- la relazione sui criteri di valutazione alla base della determinazione del rapporto di cambio dell'Advisor (allegata sub "A" al presente parere).

Considerazioni

Circa l'interesse della Società e dei suoi azionisti al compimento dell'Operazione, il consiglio di amministrazione e il *management* delle società coinvolte ritengono che la Fusione di Raggio di Luna in Bastogi sia funzionale al perseguimento di più obiettivi.

Bastogi, anzitutto, rafforzerà la propria struttura patrimoniale in quanto, per effetto della Fusione, acquisirà le partecipazioni oggi detenute da Raggio di Luna e, in particolare, le partecipazioni in Brioschi Sviluppo Immobiliare S.p.A. (società quotata sul Mercato telematico gestito da Borsa Italiana S.p.A.), Forumnet Holding S.p.A. e Sintesi S.p.A.. L'incremento delle dimensioni di Bastogi potrà dare maggior visibilità allo sforzo imprenditoriale del Gruppo, con conseguenti potenziali benefici in termini di attenzione da parte di investitori internazionali e *partner* finanziari. Questo permetterà con più facilità di attirare risorse da poter destinare allo sviluppo delle attività e agli investimenti correlati.

Inoltre, la Fusione permetterà di ottimizzare i flussi finanziari grazie alle potenziali sinergie derivanti da settori di attività con profili diversi di investimento e rendimento (il settore immobiliare con investimenti più elevati e ritorni a medio lungo termine, i settori dell'intrattenimento, dei servizi per l'arte e dell'attività alberghiera con investimenti più moderati e ritorni a breve termine, caratterizzati da differenti andamenti stagionali).

Da un'ottimizzazione delle risorse generate ne potrebbe derivare un ulteriore accrescimento della scala dimensionale del Gruppo, con conseguenti vantaggi competitivi, e un miglioramento delle condizioni di accesso al mercato dei capitali.

Ulteriore effetto della Fusione è la semplificazione degli assetti proprietari delle società coinvolte ed in particolare del relativo accorciamento della catena partecipativa di Bastogi. Attualmente Bastogi è controllata da Raggio di Luna, che detiene il 75,472% del capitale sociale di Bastogi. Ad esito della Fusione, Bastogi sarà direttamente partecipata dai soci attuali di Raggio di Luna ai quali verranno assegnate azioni Bastogi, secondo il rapporto di cambio.

La Fusione permetterà inoltre un miglioramento nella gestione delle attività sociali mediante la razionalizzazione delle strutture di *staff*. Con l'accorciamento della catena societaria e l'integrazione dei diversi settori di attività si potrà, in particolare, ottenere una riduzione dei costi di *holding*, nonché sfruttare le opportunità derivanti dalle potenziali sinergie tra le diverse linee di *business*, tramite la condivisione delle migliori pratiche interne e la ridefinizione dei perimetri di attività.

Circa la convenienza e correttezza sostanziale delle relative condizioni il Comitato rileva che:

- (i) il consiglio di amministrazione di Bastogi si è avvalso del supporto dell'Advisor, quale esperto indipendente di comprovata professionalità, al fine di determinare il rapporto di cambio della Fusione; e
- (ii) la convenienza dell'integrazione nell'ottica di Bastogi e di tutti i suoi azionisti è comprovata dalle motivazioni sopra ricordate le quali mostrano l'idoneità della Fusione a generare valore per gli azionisti delle società che vi partecipano.

Conclusioni

Questo Comitato,

- preso atto delle informazioni e della documentazione ricevuti dalle strutture preposte della Società,
- considerato l'interesse strategico al compimento dell'Operazione esposto dagli organi preposti,
- valutate le condizioni e i termini della Fusione come indicate nella bozza del progetto di fusione e nella bozza della relazione degli amministratori,
- tenuto conto dei metodi di valutazione adottati, delle analisi e delle stime effettuate dall'Advisor,

esprime il proprio parere favorevole:

- sulla sussistenza di un interesse della Società all'esecuzione della Fusione nonché sulla convenienza e correttezza sostanziale dei termini e delle condizioni dell'Operazione come descritti nella bozza di progetto di fusione redatta dal *management*; e
- sulla determinazione da parte del consiglio di amministrazione della Società di un rapporto di cambio che, anche in un'ottica di tutela delle minoranze azionarie di Bastogi, si collochi all'interno dell'intervallo di valori che l'Advisor ha individuato

valorizzando Bastogi sulla base delle quotazioni di Borsa (e, quindi, all'interno dell'intervallo compreso tra 2,175 e 3,575 azioni Bastogi ogni 1 azione Raggio di Luna), suggerendo questo Comitato un rapporto di cambio che si collochi nella parte bassa del predetto intervallo.

Il presente parere è stato approvato all'unanimità dai componenti del Comitato.

Milano, 27 giugno 2014

Il Comitato Parti Correlate

Dr.ssa Maria Adelaide Marchesoni



Dr.ssa Barbara Masella



Dr.ssa Lia Sacerdote

