



**SEAT PAGINE GIALLE SPA**

**RELAZIONE DELLA SOCIETÀ DI REVISIONE SUL PREZZO DI  
EMISSIONE DELLE AZIONI RELATIVE AGLI AUMENTI DI  
CAPITALE CON ESCLUSIONE DEL DIRITTO DI OPZIONE AI  
SENSI DELL'ART. 2441, QUINTO E SESTO COMMA, DEL CODICE  
CIVILE, E DELL'ART. 158, PRIMO COMMA, DEL D. LGS. 58/98**



**RELAZIONE DELLA SOCIETÀ DI REVISIONE SUL PREZZO DI EMISSIONE DELLE AZIONI RELATIVE AGLI AUMENTI DI CAPITALE CON ESCLUSIONE DEL DIRITTO DI OPZIONE AI SENSI DELL'ART. 2441, QUINTO E SESTO COMMA, DEL CODICE CIVILE, E DELL'ART. 158, PRIMO COMMA, DEL D. LGS. 58/98**

Agli Azionisti della  
Seat Pagine Gialle SpA

**1. MOTIVO ED OGGETTO DELL'INCARICO**

In relazione alle proposte di aumento di capitale sociale con esclusione del diritto di opzione ai sensi degli articoli 2441, quinto comma, del Codice Civile e 158, primo comma, del D. Lgs. 58/98 ("TUF"), abbiamo ricevuto dalla società Seat Pagine Gialle SpA ("Seat", "Seat PG" o la "Società") la relazione del Consiglio di Amministrazione predisposta ai sensi dell'art. 2441, sesto comma, del Codice Civile e dell'art. 72 del Regolamento Consob 11971/1999 (la "Relazione degli Amministratori" o anche solo la "Relazione"), che illustra e motiva le relative proposte, indicando i criteri adottati dal Consiglio di Amministrazione per la determinazione del prezzo delle azioni di nuova emissione. La Relazione degli Amministratori, approvata con delibera del Consiglio di Amministrazione del 16 gennaio 2014, è stata comunicata al mercato in data 11 febbraio 2014.

Le proposte del Consiglio di Amministrazione, così come più ampiamente descritte nella Relazione degli Amministratori, hanno ad oggetto:

- (a) un aumento del capitale sociale ordinario di Seat, da eseguirsi in via inscindibile a seguito dell'incorporazione della controllata totalitaria Seat Pagine Gialle Italia SpA (di seguito, "Seat PG Italia" e, insieme a Seat PG, "le Società") e subordinatamente all'omologazione del concordato preventivo ex art. 160 e ss. del R.D. 16 marzo 1942, n. 267 (di seguito, "Legge Fallimentare"), da liberarsi a fronte dello stralcio e, quindi, mediante utilizzazione dei debiti concorsuali delle Società nei confronti dei creditori appartenenti alle Classi B e C, così come identificati nelle rispettive proposte concordatarie (l'"Aumento di Capitale Riservato"). L'Aumento di Capitale Riservato prevede l'emissione di n. 6.410.695.320.951 nuove azioni ordinarie di Seat, ad un prezzo unitario di Euro 0,000031;
- (b) un aumento del capitale sociale ordinario di Seat, da eseguirsi in via scindibile anch'esso a seguito dell'incorporazione della controllata totalitaria Seat PG Italia e subordinatamente all'omologazione del concordato, al servizio dell'eventuale esercizio di *warrant*, che saranno assegnati agli attuali azionisti ordinari di Seat che interverranno all'assemblea convocata per l'approvazione del predetto aumento di capitale, oltre che agli azionisti di risparmio in ottemperanza agli obblighi di legge (l'"Aumento di Capitale al Servizio dei Warrant"). I *warrant* assegnati daranno diritto alla sottoscrizione a pagamento di nuove azioni ordinarie Seat al prezzo (*strike price*) pari alla media dei prezzi di borsa del secondo e terzo venerdì del secondo, terzo e quarto mese di calendario successivi al mese di calendario in cui cadrà la data di esecuzione dell'Aumento di Capitale Riservato (ovvero, nel caso in cui il venerdì applicabile fosse un giorno di borsa chiusa, del primo giorno di borsa aperta successivo), con una maggiorazione del 15%. I

**PricewaterhouseCoopers SpA**

Sede legale e amministrativa: Milano 20149 Via Monte Rosa 91 Tel. 0277851 Fax 027785240 Cap. Soc. Euro 6.812.000,00 i.v., C.F. e P.IVA e Reg. Imp. Milano 12979880155 Iscritta al n° 119644 del Registro dei Revisori Legali - Altri Uffici: **Ancona** 60131 Via Sandro Totti 1 Tel. 0712132311 - **Bari** 70124 Via Don Luigi Guanella 17 Tel. 0805640211 - **Bologna** 40126 Via Angelo Finelli 8 Tel. 0516186211 - **Brescia** 25123 Via Borgo Pietro Wuhrer 23 Tel. 0303697501 - **Catania** 95129 Corso Italia 302 Tel. 0957532311 - **Firenze** 50121 Viale Gramsci 15 Tel. 0552482811 - **Genova** 16121 Piazza Dante 7 Tel. 01029041 - **Napoli** 80121 Piazza dei Martiri 58 Tel. 08136181 - **Padova** 35138 Via Vicenza 4 Tel. 049873481 - **Palermo** 90141 Via Marchese Ugo 60 Tel. 091349737 - **Parma** 43100 Viale Tanara 20/A Tel. 0521275911 - **Roma** 00154 Largo Fochetti 29 Tel. 06570251 - **Torino** 10122 Corso Palestro 10 Tel. 011556771 - **Trento** 38122 Via Grazioli 73 Tel. 0461237004 - **Treviso** 31100 Viale Felissent 90 Tel. 0422696911 - **Trieste** 34125 Via Cesare Battisti 18 Tel. 0403480781 - **Udine** 33100 Via Poscolle 43 Tel. 043225789 - **Verona** 37135 Via Francia 21/C Tel. 0458263001

*warrant* saranno esercitabili per un periodo indicativo di tre mesi a partire dal 29 gennaio 2016 (ovvero, qualora le condizioni alle quali è sospensivamente condizionata l'efficacia della deliberazione si verificassero successivamente alla data del 29 gennaio 2016, i warrant saranno esercitabili per un periodo indicativo di tre mesi decorrenti dal compimento del quadrimestre rilevante ai fini della determinazione dello *strike price*), il tutto secondo le modalità e alle condizioni di cui al relativo regolamento, approvato dal Consiglio di Amministrazione di Seat PG in data 16 gennaio 2014 e comunicato al mercato in data 11 febbraio 2014.

Per ulteriori dettagli in merito all'operazione in oggetto si rinvia a quanto descritto nel successivo paragrafo 2 del presente documento.

Seat ha convocato l'assemblea straordinaria per il giorno 4 marzo 2014, con all'ordine del giorno, tra l'altro, l'Aumento di Capitale Riservato e l'Aumento di Capitale al Servizio dei Warrant (di seguito, insieme, gli "Aumenti di Capitale").

Nell'ambito dell'operazione cui si riferisce il presente parere, il Consiglio di Amministrazione di Seat si è avvalso anche dell'attività di supporto di un Advisor esterno, KPMG Advisory SpA (di seguito, l'"Advisor"), il quale ha emesso, in data 16 gennaio 2014, un parere in ordine alle condizioni finanziarie degli Aumenti di Capitale (di seguito, il "Parere"). Il Consiglio di Amministrazione della Società (di seguito, anche il "Consiglio di Amministrazione" o gli "Amministratori"), nella propria Relazione, ha condiviso e integralmente richiamato il Parere dell'Advisor, che è stato allegato alla Relazione. Pertanto, nel prosieguo del presente documento, ogni richiamo alla Relazione predisposta dal Consiglio di Amministrazione dovrà intendersi comprensivo del riferimento al contenuto del Parere predisposto dall'Advisor.

Come da incarico conferitoci dalla Società, ci è stato richiesto di esprimere, ai sensi dell'art. 2441, sesto comma, del Codice Civile e dell'art. 158, primo comma, del TUF, il nostro parere sull'adeguatezza dei criteri proposti dagli Amministratori ai fini della determinazione del prezzo di emissione delle nuove azioni di Seat Pagine Gialle SpA nell'ambito degli Aumenti di Capitale.

## **2. SINTESI DELL'OPERAZIONE**

### **2.1. Premessa**

In data 4 febbraio 2013, il Consiglio di Amministrazione della Società e il Consiglio di Amministrazione di Seat PG Italia hanno deliberato di proporre l'ammissione alla procedura di concordato preventivo per garantire la continuità aziendale ai sensi dell'art. 160 e ss. della Legge Fallimentare. Pertanto, in data 6 febbraio 2013, le Società hanno rispettivamente presentato presso il Tribunale di Torino i ricorsi c.d. "in bianco", ai sensi dell'art. 161, sesto comma, della Legge Fallimentare, per l'ammissione alla procedura di concordato preventivo.

In data 10 luglio 2013 il Tribunale di Torino ha depositato il provvedimento con il quale ha riunito le due procedure, ha dichiarato aperte le procedure di concordato preventivo delle Società ex art. 163 della Legge Fallimentare ed ha nominato la Dott.ssa Giovanna Dominici quale Giudice Delegato e il Prof. Enrico Laghi quale Commissario Giudiziale.

L'operazione concordataria è imperniata sulla prosecuzione dell'attività di impresa da parte di Seat quale società risultante dalla fusione per incorporazione della controllata totalitaria Seat PG Italia (di seguito la "Fusione").

Le proposte di concordato preventivo formulate da Seat e da Seat PG Italia contemplano, oltre alla Fusione, l'esecuzione di una serie di operazioni straordinarie (la cui approvazione è di competenza dell'Assemblea straordinaria degli Azionisti di Seat) che sono necessarie, così come la Fusione, per la realizzazione della manovra concordataria.

In tale contesto si inquadrano le proposte del Consiglio di Amministrazione riguardanti gli Aumenti di Capitale, così come descritte nella Relazione degli Amministratori e richiamate nel precedente paragrafo 1 del presente parere.

## **2.2. Principali caratteristiche dell'Aumento di Capitale Riservato**

Come illustrato dagli Amministratori nella Relazione, la proposta deliberativa relativa all'Aumento di Capitale Riservato prevede, subordinatamente all'efficacia della Fusione (che a sua volta è condizionata all'omologazione, in via definitiva, di entrambe le proposte concordatarie delle Società), un aumento del capitale sociale di Seat a pagamento, inscindibile, da Euro 120.000 (post delibera di riduzione del capitale posta all'ordine del giorno dell'assemblea straordinaria del 4 marzo 2014) a Euro 20.000.000, per un ammontare nominale di Euro 19.880.000, con esclusione del diritto di opzione ai sensi dell'art. 2441, quinto e sesto comma del Codice Civile, da eseguirsi mediante emissione di n. 6.410.695.320.951 nuove azioni ordinarie senza valore nominale e aventi le medesime caratteristiche delle azioni ordinarie in circolazione da liberarsi a fronte dello stralcio e, quindi, mediante utilizzazione dei debiti concorsuali delle Società nei confronti dei creditori finanziari appartenenti alle Classi B e C, così come identificate nelle rispettive proposte concordatarie (i "Creditori Concorsuali B e C").

Le modalità di assegnazione, così come identificate nelle rispettive proposte concordatarie, sono:

- (a) ai creditori concorsuali della Società della Classe B, nel rapporto di 596 nuove azioni ordinarie per ogni Euro di credito chirografario vantato verso la Società;
- (b) ai creditori concorsuali della Società della Classe C, nel rapporto di 466 nuove azioni ordinarie per ogni Euro di credito chirografario vantato verso la Società;
- (c) ai creditori concorsuali di Seat PG Italia della Classe B, nel rapporto di 3.834 nuove azioni ordinarie per ogni Euro di credito chirografario vantato verso Seat PG Italia;
- (d) ai creditori concorsuali di Seat PG Italia della Classe C, nel rapporto di 3.699 nuove azioni ordinarie per ogni Euro di credito chirografario vantato verso Seat PG Italia.

Secondo quanto riferito nella Relazione, l'Aumento di Capitale Riservato verrà eseguito nell'immediato seguito dell'omologazione definitiva dei concordati preventivi di Seat e Seat PG Italia e della data di efficacia della Fusione e comunque, come previsto dalle proposte concordatarie, entro quattro mesi dall'omologazione definitiva dei concordati preventivi delle predette Società.

Gli Amministratori illustrano che la ricapitalizzazione conseguente all’Aumento di Capitale Riservato, derivante, automaticamente per effetto dell’omologazione, dallo stralcio e, quindi, dall’utilizzazione dei crediti vantati (verso la Società post Fusione) dai Creditori Concorsuali B e C, è un tassello essenziale e indefettibile per ottenere gli obiettivi di riequilibrio patrimoniale e finanziario cui è preordinata l’operazione concordataria.

Gli Amministratori sottolineano inoltre che, al buon esito dell’Aumento di Capitale Riservato, gli attuali Azionisti della Società verranno diluiti in maniera pressoché integrale, in quanto, successivamente all’attuazione dell’Aumento di Capitale Riservato permarrà a loro mani una percentuale di capitale sociale pari a circa lo 0,25% (tenuto conto dei necessari arrotondamenti applicati nel calcolo del rapporto di emissione delle azioni per ogni Euro di debito concordatario).

Ed infatti, all’esito dell’avvenuta esecuzione dell’Aumento di Capitale Riservato e prima dell’attuazione dell’operazione di raggruppamento (raggruppamento azionario, secondo un rapporto di una nuova azione ordinaria con godimento regolare ogni cento azioni ordinarie in circolazione dopo l’Aumento di Capitale Riservato e di una nuova azione di risparmio con godimento regolare ogni cento azioni di risparmio in circolazione, di seguito anche “Raggruppamento”), il capitale sociale della Società sarà rappresentato da n. 6.426.761.533.909 complessive azioni ordinarie, di cui n. 6.410.695.320.951 (pari a circa lo 99,75% del totale) di titolarità dei predetti creditori concorsuali e n. 16.066.212.958 (pari a circa lo 0,25% del totale) di titolarità degli attuali soci di Seat, nonché dalle attuali n. 680.373 azioni di risparmio che resteranno invariate (sempre ante Raggruppamento).

### **2.3. Principali caratteristiche dell’Aumento di Capitale al Servizio dei Warrant**

Come illustrato dagli Amministratori nella Relazione, le proposte di concordato preventivo delle Società prevedono, subordinatamente all’approvazione dell’Aumento di Capitale Riservato e dell’Aumento di Capitale al Servizio dei Warrant da parte dell’Assemblea straordinaria degli Azionisti e all’efficacia della Fusione (che a sua volta è condizionata all’omologazione, in via definitiva, di entrambe le proposte concordatarie della Società e di Seat PG Italia), l’emissione di n. 339.143.137.645 *warrant* (“Warrant”) da assegnare gratuitamente e integralmente (oltre che agli attuali azionisti di risparmio) agli attuali azionisti ordinari della Società che interverranno all’Assemblea straordinaria degli azionisti convocata per il 4 marzo 2014. La ripartizione avverrà, quanto a n. 339.128.849.812 Warrant, fra gli Azionisti ordinari che interverranno nella suddetta Assemblea, in proporzione al numero di azioni ordinarie (ante Raggruppamento) per le quali ciascuno di essi è intervenuto, e, quanto a n. 14.287.833 Warrant, tra gli Azionisti di risparmio in proporzione al numero di azioni di risparmio (ante Raggruppamento) da ciascuno detenute (il rapporto sarà di n. 21 Warrant assegnati per ogni azione di risparmio detenuta).

Ai portatori dei Warrant verrà attribuito il diritto di sottoscrivere una azione ordinaria della Società (post Raggruppamento) per ogni 100 Warrant assegnati, al prezzo (*strike price*) per ciascuna azione ordinaria di compendio pari alla media dei prezzi di borsa del secondo e terzo venerdì del secondo, terzo e quarto mese di calendario successivi al mese di calendario in cui cadrà la data di esecuzione dell’Aumento di Capitale Riservato, con una maggiorazione del 15%, esercitabile per un periodo indicativo di tre mesi a partire dal 29 gennaio 2016 secondo le modalità e alle condizioni di cui al relativo regolamento, approvato dal Consiglio di Amministrazione di Seat in data 16 gennaio 2014.

La proposta deliberativa degli Amministratori prevede pertanto, subordinatamente all'efficacia della Fusione, un aumento di capitale della Società (post Fusione), per un importo massimo di Euro 100.000 riferito al solo valore nominale (cui si aggiungerà il sovrapprezzo che risulterà dovuto), riservato ai portatori dei Warrant, da eseguirsi mediante emissione di massime n. 3.391.431.376 azioni ordinarie di Seat post Raggruppamento (corrispondenti a massime n. 339.143.137.645 azioni ordinarie di Seat ante Raggruppamento), destinate esclusivamente ed irrevocabilmente al servizio dell'eventuale esercizio dei Warrant.

Gli Amministratori illustrano nella loro Relazione, ai sensi del comma 6 del richiamato art. 2441 Codice Civile, le ragioni della esclusione del diritto di opzione, conseguente alle modalità di assegnazione dei Warrant sopra citate.

Gli Amministratori sottolineano che l'operazione di emissione dei Warrant, che conferiscono la facoltà di sottoscrivere a pagamento le azioni da emettersi in esecuzione dell'Aumento di Capitale al Servizio dei Warrant (rappresentative del 5% circa del capitale, post Aumento di Capitale Riservato, su basi "*fully diluted*"), è volta ad attribuire (benché in chiave prospettica) un potenziale beneficio agli attuali azionisti rispetto alla forte diluizione subita a seguito dell'Aumento di Capitale Riservato. Inoltre, l'attribuzione dei Warrant rappresenta un incentivo alla partecipazione all'Assemblea straordinaria convocata per l'approvazione delle suddette proposte.

I Warrant da assegnarsi agli Azionisti ordinari della Società saranno infatti integralmente ripartiti esclusivamente tra coloro che interverranno alla predetta Assemblea straordinaria, nell'aspettativa che ciò possa agevolare il raggiungimento del *quorum* costitutivo minimo. I Warrant saranno inoltre assegnati agli Azionisti di risparmio, in proporzione al numero di azioni possedute, in quanto essi, pur non potendo votare in assemblea, sono titolari di un diritto di opzione sugli aumenti di capitale destinati ai soci.

Come riportato nella Relazione degli Amministratori, all'esito dell'avvenuta esecuzione dell'Aumento di Capitale Riservato e dell'eventuale futuro esercizio (a scadenza) di tutti i Warrant, il capitale sociale della Società sarebbe rappresentato da n. 67.659.046.715 complessive azioni ordinarie (post Raggruppamento) di cui n. 64.106.953.209 (pari a circa il 94,75% del totale) di titolarità dei Creditori Concorsuali B e C e n. 3.552.093.506 di titolarità dei vecchi soci della Società, nonché dalle n. 6.803 azioni di risparmio (post Raggruppamento). Complessivamente, gli attuali azionisti, dopo l'eventuale esercizio, a pagamento, di tutti i Warrant, deterrebbero pertanto una partecipazione pari a circa il 5,25% (di cui circa lo 0,25% di proprietà di tutti gli attuali soci e circa il 5% di proprietà esclusivamente degli Azionisti intervenuti in Assemblea straordinaria).

### **3. NATURA E PORTATA DEL PRESENTE PARERE**

Per la natura e la finalità del presente parere, le proposte di aumento di capitale di cui al precedente paragrafo 2 si inquadrano nel disposto normativo di cui all'art. 2441, quinto comma, del Codice Civile e pertanto nella fattispecie di aumenti di capitale con esclusione del diritto di opzione.

Il presente parere di congruità, emesso ai sensi degli articoli 2441, sesto comma, del Codice Civile e 158, primo comma, del TUF, ha la finalità di rafforzare l'informativa a favore degli azionisti esclusi dal diritto di opzione, ai sensi dell'art. 2441, quinto comma, del Codice Civile, in ordine alla metodologia

adottata dagli Amministratori per la determinazione del prezzo di emissione delle azioni ai fini dei previsti Aumenti di Capitale.

Più precisamente, considerate le specifiche caratteristiche dell'operazione e dei due differenti aumenti di capitale che saranno sottoposti all'Assemblea straordinaria, il nostro parere ha ad oggetto (i) l'adeguatezza, sotto il profilo della loro ragionevolezza e non arbitrarietà, nelle circostanze, dei criteri individuati dagli Amministratori ai fini della determinazione del prezzo di emissione delle nuove azioni di Seat nell'ambito dell'Aumento di Capitale Riservato, nonché sulla loro corretta applicazione; (ii) l'adeguatezza, sotto il profilo della loro ragionevolezza e non arbitrarietà, nelle circostanze, dei criteri individuati dagli Amministratori ai fini della determinazione del prezzo di emissione delle nuove azioni di Seat nell'ambito dell'Aumento di Capitale al Servizio dei Warrant.

Nell'esaminare i metodi di valutazione adottati dagli Amministratori, non abbiamo effettuato una valutazione economica della Società; tale valutazione è stata effettuata esclusivamente dal Consiglio di Amministrazione, con il supporto del proprio Advisor.

#### **4. DOCUMENTAZIONE UTILIZZATA**

Nello svolgimento del nostro lavoro abbiamo ottenuto direttamente dalla Società i documenti ritenuti utili nella fattispecie ed effettuato colloqui con la Direzione della stessa e con il proprio Advisor. In particolare abbiamo ottenuto e analizzato la seguente documentazione:

- relazione illustrativa del Consiglio di Amministrazione predisposta ai sensi dell'art. 2441, sesto comma, del Codice Civile e dell'art. 72 del Regolamento Consob 11971/99, comunicata al mercato in data 11 febbraio 2014;
- bozza del verbale del Consiglio di Amministrazione della Società tenutosi in data 16 gennaio 2014;
- *“parere inerente le condizioni finanziarie dell'operazione di aumento di capitale prevista nell'ambito delle proposte di concordato preventivo”* predisposto dall'Advisor KPMG Advisory SpA in data 16 gennaio 2014;
- documentazione di dettaglio, predisposta dagli Amministratori e dall'Advisor, relativa alla valutazione, ai criteri ed alle modalità di determinazione del prezzo di emissione delle nuove azioni Seat nell'ambito degli Aumenti di Capitale;
- proposte concordatarie modificate di Seat e Seat PG Italia, pubblicate in data 20 dicembre 2013;
- relazioni di attestazione ai sensi dell'art 161, comma 3, Legge Fallimentare, predisposte dal professionista indipendente Dott. Riccardo Ranalli;
- piano economico finanziario di Seat e sue controllate per gli anni 2014-2018;

- andamento dei prezzi delle azioni di Seat, registrati in vari orizzonti di osservazione anteriori e posteriori rispetto al 28 giugno 2013, data nella quale le Società hanno depositato presso il Tribunale di Torino le proposte di concordato preventivo, il relativo piano e l'ulteriore documentazione di cui ai commi secondo e terzo dell'art. 161 della Legge Fallimentare;
- comunicati stampa della Società;
- regolamento warrant Seat Pagine Gialle SpA 2014-2016;
- bilancio di esercizio e consolidato della Società e bilancio d'esercizio della controllata Seat PG Italia al 31 dicembre 2012, da noi sottoposti a revisione legale. Si ricorda che le relazioni da noi emesse su tali bilanci in data 3 luglio 2013, a causa degli effetti connessi alle molteplici significative incertezze che caratterizzano il presupposto della continuità aziendale, descritti nelle relazioni stesse, riportano l'impossibilità di esprimere un giudizio sui predetti bilanci;
- bilancio consolidato semestrale abbreviato della Società al 30 giugno 2013, da noi sottoposto a revisione contabile limitata. Si ricorda che la relazione da noi emessa su tale bilancio consolidato semestrale abbreviato in data 8 agosto 2013, a causa degli effetti connessi alle molteplici significative incertezze che caratterizzano il presupposto della continuità aziendale, descritti nelle note esplicative, riporta l'impossibilità di esprimere una conclusione sul predetto bilancio consolidato semestrale abbreviato;
- resoconto intermedio di gestione consolidato della Società al 30 settembre 2013;
- elementi contabili, extracontabili e di tipo statistico, e ulteriori informazioni ritenute utili ai fini dell'espletamento del nostro incarico.

Abbiamo inoltre ottenuto specifica ed espressa attestazione, mediante lettera rilasciata dalla Società in data 11 febbraio 2014 che, per quanto a conoscenza degli Amministratori e della Direzione di Seat, non sono intervenute variazioni rilevanti, né fatti e circostanze che rendano opportune modifiche significative ai dati e alle informazioni prese in considerazione nello svolgimento delle nostre analisi e/o che potrebbero avere impatti significativi sulle valutazioni effettuate.

## **5. METODOLOGIA DI VALUTAZIONE ADOTTATA DAL CONSIGLIO DI AMMINISTRAZIONE PER LA DETERMINAZIONE DEL PREZZO DI EMISSIONE DELLE AZIONI**

### **5.1. *Prezzo di emissione delle azioni destinate ai Creditori Concorsuali B e C nell'ambito dell'Aumento di Capitale Riservato***

Come anticipato, nell'ambito dell'operazione proposta che, come più volte ricordato, si configura giuridicamente come un aumento di capitale con esclusione del diritto di opzione, ai sensi dell'art. 2441, quinto comma, del Codice Civile, gli Amministratori hanno indicato nella propria Relazione i criteri utilizzati per la determinazione del prezzo di emissione delle Azioni destinate ai Creditori Concorsuali B e C.



Come riportato nella loro Relazione, gli Amministratori hanno evidenziato come il tema presenti profili peculiari.

Infatti, l'operazione di ricapitalizzazione è posta in essere ai sensi dell'art. 160, comma primo, lett. a), della Legge Fallimentare, poiché rappresenta l'attribuzione di azioni a creditori concorsuali. Tale operazione comporterà, condizionatamente all'approvazione e all'omologazione delle proposte concordatarie di Seat e di Seat PG Italia, un incremento del patrimonio netto di Seat (post Fusione), in parte diretto e in parte indiretto, per l'effetto positivo derivante dallo stralcio di tutti i debiti (considerati al valore nominale) e relativi interessi che le due società hanno nei confronti dei Creditori Concorsuali B e C (si rinvia per maggiori dettagli a quanto illustrato nel precedente punto 2.2 del presente parere).

Inoltre, secondo gli Amministratori, in assenza di una manovra di ristrutturazione del debito e di trasformazione dello stesso in *equity*, le Società avrebbero un valore nullo alla luce della situazione di deficit del patrimonio netto.

In ragione di quanto sopra, la Relazione degli Amministratori evidenzia che la ratio dell'art. 2441, sesto comma, Codice Civile e dell'art. 158 del TUF è, per definizione, soddisfatta. Infatti, l'effetto diluitivo che i soci attuali subiscono come conseguenza della soppressione del diritto di opzione non comporterà, per gli stessi, alcuna perdita di valore delle azioni ad oggi detenute. La conservazione, da parte dei soci attuali, di una, seppur decisamente modesta, frazione del capitale sociale rappresenterà pur sempre un incremento del valore della loro partecipazione, atteso l'attuale stato di insolvenza delle due società e il loro valore patrimoniale largamente negativo.

Inoltre, la Relazione degli Amministratori precisa che le quotazioni di borsa, delle quali dovrebbe tenersi conto ai sensi della sopra menzionata disposizione, per le ragioni illustrate nel Parere dell'Advisor rilasciato in data 16 gennaio 2014, non possono considerarsi dati utilizzabili per contribuire, nel caso di specie, alla determinazione del valore della Società, in quanto risultano influenzate da fattori di natura speculativa manifestati anche dall'elevata volatilità delle quotazioni del titolo.

Per soddisfare quanto richiesto da dette norme, la Relazione degli Amministratori evidenzia che è dunque necessario, ma anche sufficiente, verificare che la Società, all'esito dell'operazione di ricapitalizzazione, avrà un valore positivo.

D'altronde, è stata proprio questa la ragione che ha suggerito, anche al fine di evitare contestazioni in ordine alla stessa ammissibilità delle proposte di concordato, di mantenere agli attuali soci una misura così modesta del capitale sociale.

Il prezzo di emissione delle nuove azioni (per i fini dell'art. 2441, sesto comma, Codice Civile) è stato determinato dagli Amministratori in complessivi Euro 198.731.554,95, e dunque pari a Euro 0,000031 per ogni azione, e corrisponde proporzionalmente al valore stimato dell'emittente a fronte, e in corrispettivo, del valore al 6 febbraio 2013 di Euro 1.487.316.056,53, oltre ad interessi maturati e maturandi dopo tale data e fino all'esecuzione del concordato secondo quanto previsto dalle relative proposte concordatarie, dello stralcio di tutti i debiti verso i Creditori Concorsuali B e C ai sensi e per gli effetti dell'art. 160, primo comma, lett. a), Legge Fallimentare.

Il predetto prezzo di emissione delle nuove azioni Seat, corrispondente proporzionalmente al valore dell'emittente, è stato determinato sulla base del metodo dei flussi di cassa operativi scontati (*Discounted Cash Flow* o DCF) quale metodo principale e del metodo dei multipli di mercato, quale metodo di controllo.

Il metodo DCF determina il valore del capitale investito di un'azienda pari al valore attuale dei suoi flussi di cassa operativi futuri, considerati al netto delle imposte e scontati ad un tasso pari al costo medio ponderato del capitale. I flussi di cassa futuri sono esplicitati per un numero definito di anni (periodo esplicito), successivamente ai quali è stimato un valore terminale, determinato con il modello della rendita perpetua.

Il valore del capitale netto è determinato come somma algebrica del valore finanziario del capitale investito (*Enterprise Value*) e della posizione finanziaria netta. Nel caso di specie, i flussi finanziari sono stati derivati, nel periodo esplicito, dal piano concordatario di Seat ed incorporano gli effetti finanziari delle proposte di concordato preventivo.

Il costo medio ponderato del capitale (*Weighted Average Cost of Capital* o WACC) è stato calcolato ipotizzando una struttura delle fonti costituita interamente da mezzi propri ed è stato stimato nell'intervallo compreso tra l'11% e il 14%, sulla base di analisi di scenario.

Come esplicitato nella Relazione degli Amministratori, dall'applicazione del metodo DCF e in funzione delle analisi di sensibilità svolte è emerso un intervallo di valori del capitale netto della Società, alla data di riferimento del 31 dicembre 2013 e post-esdebitazione conseguente all'omologa dei concordati, compreso tra il minimo di Euro 180 milioni circa e il massimo di Euro 240 milioni circa.

Quale metodo di controllo è stato applicato il metodo dei multipli di mercato, con riferimento ai moltiplicatori espressi dai prezzi di borsa di società quotate comparabili. Il multiplo selezionato fa riferimento al rapporto tra valore del capitale investito operativo (*Enterprise Value* o EV) ed il margine operativo lordo (EBITDA). Tale multiplo è il più utilizzato da operatori, investitori e analisti finanziari per la valorizzazione di società industriali.

Nella Relazione degli Amministratori è specificato che il multiplo EV/EBITDA medio di settore, rilevato sulla base dei prezzi di borsa delle società comparabili alla data del 10 gennaio 2014, è pari a circa 5x ed è stato applicato a due scenari reddituali di lungo termine distinti, l'uno che ipotizza la generazione da parte di Seat di un reddito sostenibile di lungo termine allineato all'ultimo anno di piano e l'altro che configura un reddito sostenibile allineato alla media degli ultimi tre anni di piano.

Dall'applicazione del metodo dei multipli di mercato è stato determinato un intervallo di valori del capitale economico della Società compreso tra il minimo di Euro 170 milioni circa e il massimo di Euro 250 milioni circa, post-esdebitazione conseguente all'omologa dei concordati, che conferma i risultati del metodo principale.

In definitiva, il valore del capitale economico della Società alla data di riferimento del 31 dicembre 2013 quale risulta dalle sopra descritte analisi risulta positivo, sul presupposto dell'omologazione delle proposte concordatarie e dello stralcio dei debiti nei confronti di Creditori Concorsuali B e C, e compreso tra il minimo di Euro 180 milioni circa e il massimo di Euro 240 milioni circa, con un valore medio di Euro 210 milioni circa. Nel fissare il prezzo di emissione delle nuove azioni (sempre ai fini di

cui all'art. 2441, sesto comma, Codice Civile), il Consiglio di Amministrazione ha considerato che tale valore medio è superiore al valore massimo di Euro 200 milioni derivante dall'applicazione del metodo principale del DCF nello scenario di base e ha quindi stabilito che il valore economico del 100% del capitale post aumento sia individuato in Euro 200 milioni.

Tenuto conto di quanto sopra esposto, il Consiglio di Amministrazione, confortato anche dalle indicazioni ricevute dall'Advisor, ritiene che alla luce dell'art. 2441, sesto comma, Codice Civile il prezzo di emissione delle nuove azioni rivenienti dall'Aumento di Capitale Riservato sia congruo e non pregiudizievole per gli azionisti della Società, anche considerando che tale aumento di capitale è necessario e indifferibile per l'attuazione delle misure previste nelle proposte di concordato preventivo di Seat e di Seat PG Italia e nel relativo piano.

### **5.2. Prezzo di emissione delle azioni a servizio dell'eventuale esercizio dei Warrant**

Nell'ambito dell'Aumento di Capitale al Servizio dei Warrant, gli Amministratori hanno indicato nella propria Relazione i criteri utilizzati per la determinazione del prezzo di emissione delle azioni di compendio che verranno assegnate ai portatori dei Warrant in caso di esercizio dei medesimi.

I Warrant attribuiranno il diritto a sottoscrivere le azioni ordinarie da emettersi in esecuzione dell'Aumento di Capitale al Servizio dei Warrant al prezzo (*strike price*), per ciascuna azione ordinaria di compendio, pari alla media dei prezzi di borsa del secondo e terzo venerdì del secondo, terzo e quarto mese di calendario successivi al mese di calendario in cui cadrà la data di esecuzione dell'Aumento di Capitale Riservato, con una maggiorazione del 15%.

Al fine di stabilire il prezzo di esercizio dei Warrant, il Consiglio di Amministrazione si è avvalso dell'analisi condotta dall'Advisor relativamente a strumenti con caratteristiche comparabili ai Warrant oggetto di assegnazione agli azionisti Seat, emessi da società quotate italiane operanti in settori diversi dal finanziario e dall'immobiliare.

Le analisi condotte evidenziano come il prezzo di esercizio sia di norma determinato con riferimento ai valori di borsa dei titoli sottostanti e come il premio di emissione sia mediamente pari al 13%.

Nella scelta della metodologia da utilizzare per determinare il prezzo d'esercizio (*strike price*) dei Warrant, il Consiglio di Amministrazione ha ritenuto di dover tenere in debita considerazione la peculiarità e, per alcuni aspetti, l'unicità della situazione contingente nella quale si è venuta a trovare Seat, identificando di conseguenza criteri che potessero risultare non arbitrari e basati sui prezzi di borsa non più influenzati dagli effetti della procedura di concordato preventivo attualmente in corso.

Sulla base di tali considerazioni, gli Amministratori hanno pertanto adottato i seguenti criteri:

1. utilizzo di quotazioni future e comunque successive all'omologa dei concordati, in virtù della scarsa rappresentatività di quelle attuali come argomentato nella Relazione e come supportato anche dal Parere dell'Advisor;
2. utilizzo di quotazioni riferite ad un periodo non immediatamente successivo all'esecuzione dell'Aumento di Capitale Riservato in quanto, considerando l'elevato numero di azioni che saranno immesse in circolazione a tale data e anche in virtù della mancanza di vincoli di *lock*

up, il Consiglio di Amministrazione ha inteso mirare ad attenuare l'effetto di un'eventuale elevata volatilità del titolo in tale periodo; l'arco temporale di riferimento decorre, per tale ragione, dal secondo mese successivo alla data di esecuzione dell'Aumento di Capitale Riservato;

3. utilizzo di una media delle quotazioni di più giorni (sei venerdì delle due settimane centrali del secondo, terzo e quarto mese successivo alla data di esecuzione dell'Aumento di Capitale Riservato) nell'ambito di un ampio arco temporale (tre mesi), in luogo di una quotazione puntuale;
4. applicazione di un premio di emissione del 15% coerente con la prassi di mercato, come risulta dal campione analizzato nel Parere.

Tenuto conto di quanto sopra esposto, il Consiglio di Amministrazione, supportato anche dalle indicazioni contenute nel Parere dell'Advisor rilasciato in data 16 gennaio 2014, ritiene che il criterio previsto per la determinazione del prezzo di emissione delle nuove azioni rivenienti dall'Aumento di Capitale al Servizio dei Warrant sia congruo e non pregiudizievole per gli azionisti della Società.

#### **6. DIFFICOLTÀ DI VALUTAZIONE RISCONTRATE DAL CONSIGLIO DI AMMINISTRAZIONE**

Nella Relazione non sono evidenziate particolari difficoltà incontrate dagli Amministratori nelle valutazioni di cui al punto precedente, ferme restando le considerazioni svolte al paragrafo 5.2 in merito alla peculiarità e, per alcuni aspetti, all'unicità della situazione contingente nella quale si è venuta a trovare Seat.

#### **7. RISULTATI EMERSI DALLA VALUTAZIONE EFFETTUATA DAL CONSIGLIO DI AMMINISTRAZIONE**

Come riportato nella Relazione degli Amministratori, con riferimento all'Aumento di Capitale Riservato:

- l'applicazione del metodo principale di valutazione (metodo *Discounted Cash Flow* o DCF) indica un valore del capitale economico di Seat, sul presupposto dell'omologazione delle proposte concordatarie e dello stralcio dei debiti nei confronti di Creditori Concorsuali B e C, compreso tra Euro 180 milioni circa ed Euro 240 milioni circa;
- l'applicazione del metodo di controllo (metodo dei multipli di mercato) restituisce un valore del capitale economico di Seat, sul presupposto dell'omologazione delle proposte concordatarie e dello stralcio dei debiti nei confronti di Creditori Concorsuali B e C, compreso tra Euro 170 milioni circa ed Euro 250 milioni circa, che secondo gli Amministratori è da ritenersi compatibile con i risultati derivanti dall'applicazione del metodo principale.



Gli Amministratori, supportati anche dalle valutazioni dell'Advisor, hanno ritenuto di determinare in Euro 200 milioni il valore del capitale economico di Seat Pagine Gialle, sul presupposto dell'omologazione delle proposte concordatarie e dello stralcio dei debiti nei confronti di Creditori Concorsuali B e C, ai fini del proposto Aumento di Capitale Riservato ed hanno conseguentemente determinato il valore unitario delle azioni di Seat di nuova emissione in Euro 0,000031.

## **8. LAVORO SVOLTO**

Ai fini dell'espletamento del nostro incarico, abbiamo:

- esaminato la bozza del verbale del Consiglio di Amministrazione della Società tenutosi in data 16 gennaio 2014;
- svolto una lettura critica della Relazione degli Amministratori, ivi incluso il Parere dell'Advisor;
- analizzato, sulla base di discussioni con gli Amministratori, con la Direzione della Società e con l'Advisor, il lavoro da loro svolto per l'individuazione dei criteri di determinazione del prezzo di emissione delle nuove azioni onde riscontrarne l'adeguatezza, in quanto, nelle circostanze, ragionevoli, motivati e non arbitrari;
- riscontrato la completezza e non contraddittorietà delle motivazioni del Consiglio di Amministrazione riguardanti i metodi valutativi da esso adottati ai fini della fissazione del prezzo di emissione delle azioni connesse agli Aumenti di Capitale;
- effettuato verifiche sull'andamento delle quotazioni di borsa di Seat registrate in vari orizzonti di osservazione anteriori e posteriori rispetto al 28 giugno 2013, data nella quale le Società hanno depositato presso il Tribunale di Torino le proposte di concordato preventivo, il relativo piano e l'ulteriore documentazione di cui ai commi secondo e terzo dell'art. 161 della Legge Fallimentare;
- svolto analisi per valutare il possibile impatto di variazioni nelle differenti ipotesi e nei parametri assunti nell'ambito dei metodi di valutazione del DCF e dei multipli di mercato;
- verificato la coerenza dei dati utilizzati dagli Amministratori con le fonti di riferimento nonché la correttezza matematica del calcolo del prezzo di emissione delle azioni nell'ambito dell'Aumento di Capitale Riservato;
- analizzato la documentazione disponibile pubblicamente sul gruppo Seat e sul titolo;
- discusso con il *management* di Seat, ferme restando le incertezze ed i limiti connessi ad ogni tipo di elaborazione previsionale, il piano strategico;
- analizzato le relazioni di attestazione rilasciate ai sensi dell'art 161, comma 3, Legge Fallimentare, predisposte dal professionista indipendente Dott. Riccardo Ranalli con riferimento alle modifiche del piano e della proposta di concordato preventivo;

- raccolto, attraverso colloqui con la Direzione della Società, informazioni circa gli eventi verificatisi dopo la predisposizione del piano strategico posto a base della proposta concordataria comunicata ai creditori dal Commissario Giudiziale in data 20 dicembre 2013, con riferimento a eventuali fatti o circostanze che possano avere un effetto significativo sulle assunzioni sottostanti le elaborazioni del piano, sui dati e sulle informazioni prese a considerazione nello svolgimento delle nostre analisi, nonché sui risultati delle valutazioni;
- ricevuto formale attestazione dei legali rappresentanti della Società sugli elementi di valutazione messi a disposizione e sul fatto che, per quanto a loro conoscenza, alla data del nostro parere, non sussistono modifiche significative da apportare ai dati di riferimento dell'operazione e agli altri elementi presi in considerazione.

**9. COMMENTI E PRECISAZIONI SULL'ADEGUATEZZA DEI METODI DI VALUTAZIONE ADOTTATI DAGLI AMMINISTRATORI PER LA DETERMINAZIONE DEL PREZZO DI EMISSIONE DELLE AZIONI NELL'AMBITO DELL'AUMENTO DI CAPITALE RISERVATO E DELL'AUMENTO DI CAPITALE AL SERVIZIO DEI WARRANT**

**9.1. Premessa**

In via preliminare, è opportuno ricordare che oggetto del presente parere sono, nell'ambito della complessa operazione sinteticamente ricordata al precedente paragrafo 2, l'Aumento di Capitale Riservato e l'Aumento di Capitale al Servizio dei Warrant, che si presentano come aumenti di capitale con esclusione del diritto di opzione ai sensi dell'art. 2441, quinto comma, del Codice Civile.

Come illustrato nella Relazione degli Amministratori, l'operazione è posta in essere ai sensi dell'art. 160 e ss. della Legge Fallimentare e comporta l'attribuzione di azioni a creditori concorsuali. Tale operazione comporterà, condizionatamente all'approvazione e all'omologazione delle proposte concordatarie di Seat e di Seat PG Italia, un incremento del patrimonio netto di Seat (post Fusione), in parte diretto e in parte indiretto, per l'effetto positivo derivante dallo stralcio di tutti i debiti (considerati al valore nominale) e relativi interessi delle due Società nei confronti dei Creditori Concorsuali B e C.

La Relazione degli Amministratori illustra la complessiva operazione e i singoli Aumenti di Capitale in esame e descrive le motivazioni sottostanti le scelte metodologiche dagli stessi effettuate ed il processo logico seguito ai fini della determinazione del prezzo di emissione delle azioni nell'ambito degli Aumenti di Capitale medesimi.

Esprimiamo di seguito le nostre considerazioni su (i) l'adeguatezza, sotto il profilo della loro ragionevolezza e non arbitrarietà, nelle circostanze, dei criteri individuati dagli Amministratori ai fini della determinazione del prezzo di emissione delle nuove azioni di Seat nell'ambito dell'Aumento di Capitale Riservato, nonché sulla loro corretta applicazione; (ii) l'adeguatezza, sotto il profilo della loro ragionevolezza e non arbitrarietà, nelle circostanze, dei criteri individuati dagli Amministratori ai fini della determinazione del prezzo di emissione delle nuove azioni di Seat nell'ambito dell'Aumento di Capitale al Servizio dei Warrant.

Esula viceversa dall'ambito del presente parere qualsivoglia considerazione in relazione ai profili di opportunità e/o convenienza degli Aumenti di Capitale per gli azionisti di Seat, che rimangono di stretta competenza di questi ultimi.

Le seguenti considerazioni in merito alla ragionevolezza e non arbitrarietà delle metodologie adottate dagli Amministratori per la determinazione dei prezzi di emissione delle azioni rivenienti dai suddetti Aumenti di Capitale tengono anche conto dell'articolato quadro descritto al precedente paragrafo 2 che ha caratterizzato la struttura complessiva dell'operazione. Ciò nell'ottica della tutela della posizione degli azionisti esclusi dal diritto d'opzione, che rappresentano i destinatari del presente parere.

## **9.2. Commenti in ordine alla determinazione da parte degli Amministratori del prezzo di emissione nell'ambito dell'Aumento di Capitale Riservato**

### **9.2.1 Determinazione del capitale economico di Seat post-esdebitazione attraverso la metodologia principale DCF e la metodologia di controllo dei multipli di mercato**

- L'approccio metodologico complessivamente adottato dagli Amministratori, attraverso l'applicazione di un metodo principale e di un metodo di controllo, risulta in linea con la prassi valutativa e la tecnica professionale.
- La valutazione del capitale economico di Seat è stata anzitutto effettuata dagli Amministratori per le finalità dell'Aumento di Capitale Riservato e, avuto riguardo alle peculiari caratteristiche dello stesso, seguendo approcci largamente condivisi dalla prassi professionale (*Discounted Cash Flow* quale metodo principale e metodo dei multipli di mercato quale metodo di controllo). I metodi di tipo finanziario e di mercato in effetti risultano, ad oggi, quelli più diffusamente applicati, in considerazione sia della solidità e coerenza dei principi teorici di base, sia della maggiore familiarità presso investitori, esperti ed osservatori internazionali.
- Nell'applicazione di tali metodi, gli Amministratori hanno opportunamente considerato le caratteristiche ed i limiti impliciti in ciascuno di essi, sulla base della prassi valutativa professionale, nazionale ed internazionale, normalmente seguita.
- Il metodo DCF adottato dagli Amministratori risulta di ampio utilizzo nella prassi aziendalistica anche internazionale e rientra tra i metodi basati sui flussi di cassa prospettici, riconosciuti dalla migliore dottrina. Nel caso di specie, gli Amministratori hanno applicato il metodo DCF sulla base di due differenti scenari con riferimento al trattamento del rischio relativo alle aree di attività in cui Seat opera. A tale proposito, nella Relazione viene descritto il procedimento valutativo svolto dagli Amministratori e le motivazioni sottostanti le scelte effettuate per l'individuazione dei differenti parametri nei due diversi scenari prescelti.
- Il Consiglio di Amministrazione ha inoltre svolto analisi di sensitività volte a verificare eventuali variazioni dei valori ottenuti attraverso il metodo DCF per effetto del variare dei principali parametri utilizzati. Anche sotto tale profilo, l'approccio metodologico adottato dal Consiglio di Amministrazione appare ragionevole e non arbitrario.

- È in linea con la prassi e la tecnica professionale l'utilizzo da parte degli Amministratori di un metodo di controllo, nel caso di specie individuato nella metodologia dei multipli di mercato con riferimento ai moltiplicatori espressi dai prezzi di borsa di società quotate comparabili operanti nel settore delle "directories". In particolare, gli Amministratori hanno ritenuto di fare riferimento al rapporto tra valore del capitale investito operativo e il margine operativo lordo (EV/EBITDA).
- Con riferimento all'applicazione della metodologia dei multipli di mercato, la Relazione degli Amministratori evidenzia l'iter per addivenire alla selezione dei moltiplicatori e alla loro applicazione, nonché i risultati delle relative analisi. Le scelte metodologiche effettuate dagli Amministratori in relazione alla costruzione ed applicazione del metodo valutativo dei multipli di mercato appaiono nelle circostanze motivate e ragionevoli.
- Le analisi da noi sviluppate per valutare il possibile impatto di variazioni nelle differenti ipotesi e nei parametri assunti nell'ambito dei metodi di valutazione del DCF e dei multipli di mercato, nonché l'analisi sull'accuratezza, anche matematica, dell'applicazione di tali metodologie, confermano la ragionevolezza e non arbitrarietà dei risultati raggiunti dagli Amministratori nella determinazione del valore del capitale economico di Seat post-esdebitazione.
- L'individuazione del valore del capitale economico di Seat post-esdebitazione in un intorno di Euro 200 milioni effettuata dagli Amministratori conferma altresì quanto rilevato nella Relazione in ordine al fatto che, in assenza dell'implementazione delle operazioni previste dai concordati preventivi e del connesso stralcio dei crediti vantati dai Creditori Concorsuali B e C, il valore della Società sarebbe largamente negativo. Rispetto a quest'ultimo valore, pertanto, non possono configurarsi effetti diluitivi "patrimoniali" in capo agli attuali azionisti esclusi dal diritto di opzione. Appaiono dunque ragionevoli le conclusioni del Consiglio di Amministrazione, secondo cui le condizioni di un'operazione quale quella di Aumento di Capitale Riservato qui prospettata, che ripristina per Seat un valore positivo mantenendo gli attuali soci nel capitale, con una partecipazione pur minima, devono ritenersi congrue dal punto di vista degli attuali azionisti di Seat, destinatari del presente parere.

#### **9.2.2** *Considerazioni in ordine all'esclusione da parte degli Amministratori della metodologia delle quotazioni di borsa*

- Il Consiglio di Amministrazione sottolinea di avere ritenuto di non utilizzare, tanto con finalità di metodologia principale, quanto ai fini di controllo, il metodo delle quotazioni di borsa. Infatti, gli Amministratori, all'esito di analisi il cui iter logico è stato sinteticamente illustrato nell'ambito della Relazione, hanno ritenuto che una valutazione basata sull'andamento delle quotazioni di borsa non fosse rappresentativa dell'effettivo attuale valore del capitale economico della Società.
- Le quotazioni di borsa rappresentano un parametro comunemente utilizzato per la valutazione di società quotate. Infatti, le quotazioni di borsa dovrebbero esprimere, in linea di principio, il valore attribuito dal mercato alle azioni oggetto di trattazione e, conseguentemente, fornire indicazioni rilevanti in merito al valore della società cui le



azioni si riferiscono, in quanto riflettono le informazioni a disposizione degli analisti e degli investitori, nonché le aspettative degli stessi circa l'andamento economico e finanziario della società. Il riferimento ai corsi di borsa trova conforto anche nel disposto del sesto comma dell'art. 2441 del Codice Civile.

- Tuttavia, come ampiamente riconosciuto dalla prassi valutativa e dalla dottrina, i valori delle quotazioni di borsa costituiscono un punto di riferimento più o meno significativo anche in considerazione delle specifiche caratteristiche del titolo.
- Il Consiglio di Amministrazione ha anzitutto ritenuto di analizzare i corsi di borsa delle azioni Seat anteriori alla data del 28 giugno 2013, data di deposito delle proposte concordatarie, al fine di individuare quotazioni che non fossero influenzate da tale evento. Sotto un profilo tecnico, gli Amministratori rilevano le seguenti peculiari caratteristiche del titolo Seat nel periodo oggetto di osservazione, al fine di motivare la scelta di ritenere le quotazioni di borsa riferimenti non attendibili nel loro procedimento valutativo:
  - i) differenziale tra prezzi di acquisto e di vendita (*bid/ask spread*), che evidenzia disallineamenti significativi rispetto alla media dell'indice FTSE MIB (5% di Seat rispetto allo 0,1% del listino);
  - ii) distribuzione dei volumi scambiati nei differenti intervalli di osservazione;
  - iii) elevata frammentazione dei pacchetti azionari scambiati;
  - iv) elevata volatilità del titolo.

Peraltro, gli Amministratori riferiscono che anche l'osservazione dei prezzi di borsa del titolo successivamente alla data del 28 giugno 2013 evidenzia nella sostanza le medesime caratteristiche.

- Le valutazioni degli Amministratori in ordine alle sopra richiamate caratteristiche del titolo Seat negli archi temporali presi in esame, considerate nel loro complesso e tenuto conto della oggettiva situazione in cui versa la Società, appaiono accettabili e risultano supportate dalle verifiche da noi elaborate in via autonoma.
- Nelle circostanze, il disallineamento tra il valore corrente negativo della Società (alla data attuale e prima dell'esecuzione delle operazioni previste dal concordato), da un lato, e le quotazioni medie di borsa del titolo Seat in diversi orizzonti temporali anteriori e successivi alla data nella quale le Società hanno depositato presso il Tribunale di Torino le proposte di concordato preventivo, il relativo piano e l'ulteriore documentazione di cui ai commi secondo e terzo dell'art. 161 della Legge Fallimentare, dall'altro lato, possono trovare giustificazione nel fatto che il prezzo di borsa incorpora, in linea di principio, anche aspettative degli investitori in ordine alla Società, non necessariamente razionali e coerenti con le informazioni disponibili al mercato anche con riguardo alle procedure concordatarie.
- Non è infatti infrequente che, in situazioni quali quella in esame, indipendentemente dall'informativa resa in ordine alla situazione di insolvenza, il mercato azionario non consideri la conseguente perdita del valore dell'azione. Si tratta nello specifico dell'informativa resa dagli Amministratori nelle comunicazioni di natura finanziaria sulle

circostanze che, in assenza dell'omologazione dei concordati preventivi e dell'implementazione delle misure e delle operazioni ivi previste, non consentirebbero alla Società di operare sulla base del presupposto della continuità aziendale.

- Alla luce di quanto sopra, ferme restando le difficoltà intrinseche in ogni valutazione circa la significatività dei corsi di borsa, emerge che, nelle specifiche circostanze di Seat, la decisione degli Amministratori di escludere il riferimento ai corsi di borsa appare adeguatamente motivata e comunque accettabile.

### **9.3. *Commenti in ordine alla metodologia prescelta dagli Amministratori per la determinazione del prezzo di emissione delle nuove azioni nell'ambito dell'Aumento di Capitale al Servizio dei Warrant***

- Come sopra rilevato al paragrafo 5, nell'ambito dell'Aumento di Capitale al Servizio dei Warrant gli Amministratori hanno ritenuto di determinare non già un prezzo puntuale di emissione delle nuove azioni, bensì un criterio corrispondente alla media dei prezzi di borsa del secondo e terzo venerdì del secondo, terzo e quarto mese di calendario successivi al mese di calendario in cui cadrà la data di esecuzione dell'Aumento di Capitale Riservato, con una maggiorazione del 15%.
- Sotto un primo profilo, la scelta del Consiglio di Amministrazione di utilizzare il criterio delle quotazioni di borsa con l'applicazione di un premio appare in linea con le metodologie di *pricing* dei *warrant* cd. "*uncovered*" riscontrabili nella prassi di tale tipologia di strumenti finanziari.
- La scelta del Consiglio di Amministrazione di identificare, nell'ambito dell'applicazione del criterio delle quotazioni di borsa, un arco temporale medio di prezzi che saranno rilevati in un momento successivo all'omologazione dei concordati preventivi e, pertanto, non più influenzati dagli effetti delle procedure in corso appare nelle circostanze ragionevole e non arbitraria. Tale scelta risulta inoltre coerente con quanto richiamato al paragrafo 5, e da noi commentato al paragrafo 9.2.2. che precede, in ordine alla non significatività allo stato attuale dei prezzi di borsa del titolo Seat e, conseguentemente, dell'inutilizzabilità di tale criterio ai fini della determinazione del capitale economico della Società ai fini dell'Aumento di Capitale Riservato.
- Al contempo, appare altresì ragionevole la scelta del Consiglio di Amministrazione di non utilizzare quotazioni di borsa riferite al periodo immediatamente successivo all'omologazione dei concordati preventivi in quanto in tale periodo, tenuto conto dell'elevato numero di azioni che saranno in circolazione a seguito dell'Aumento di Capitale Riservato e anche in virtù della mancanza di vincoli di *lock up*, potrebbero riscontrarsi condizioni di alta volatilità del titolo, anche dovute ad effetti speculativi.
- Sotto il profilo dell'ampiezza dell'arco temporale di riferimento, gli Amministratori hanno ritenuto di utilizzare non un dato puntuale, bensì valori medi di mercato. A tal fine è stata dagli stessi individuata la media delle quotazioni di sei giorni (sei venerdì delle due settimane centrali del secondo, terzo e quarto mese successivi all'esecuzione dell'Aumento di Capitale Riservato) nell'ambito di un ampio arco temporale (tre mesi). La scelta

metodologica appare al riguardo peculiare e non usualmente riscontrabile, in generale, nella prassi degli aumenti di capitale con esclusione del diritto di opzione, che vede di norma l'utilizzo di medie calcolate su un periodo più o meno ampio di giorni di borsa consecutivi. Nello specifico contesto, peraltro, la decisione degli Amministratori di distribuire nel più ampio arco di tre mesi i sei giorni di rilevazione ai fini della media può consentire l'identificazione di un prezzo di emissione che incorpori le attese del mercato - più aggiornate e al contempo, in considerazione del trimestre di osservazione, più mature e consolidate - sull'andamento del processo di riorganizzazione e sulle effettive prospettive dell'emittente.

- Come anticipato, l'applicazione di un premio di emissione al prezzo rilevato sulla base di medie di corsi di borsa appare coerente con la prassi di mercato per il *pricing* di tale tipologia di strumenti finanziari ed è stata quantitativamente supportata dagli Amministratori attraverso un'analisi di *benchmark* relativo a *warrant* emessi da società quotate italiane operanti in settori diversi dal finanziario e dall'immobiliare, da cui emerge un premio di emissione medio del 13%. Le ulteriori analisi da noi effettuate ampliando il campione di riferimento ai *warrant* "uncovered" emessi da società quotate italiane negli ultimi anni confermano i risultati emersi dalla verifica del *benchmark* selezionato dagli Amministratori. La scelta degli Amministratori sia in ordine all'applicazione di un premio, sia con riguardo alla sua determinazione quantitativa, appare dunque nelle circostanze motivata e ragionevole.
- Alla luce di tutto quanto sopra, la scelta metodologica degli Amministratori per la determinazione del prezzo di emissione delle azioni nell'ambito dell'Aumento di Capitale al Servizio dei Warrant, pur caratterizzata da elementi di peculiarità, appare nel complesso condivisibile. Ciò anche tenuto conto, nella fattispecie, degli specifici obiettivi sottesi all'emissione dei Warrant, vale a dire (i) attribuire in chiave prospettica un potenziale beneficio agli attuali azionisti rispetto alla forte diluizione numerica che subiranno a seguito dell'esecuzione dell'Aumento di Capitale Riservato, e (ii) incentivare l'intervento degli azionisti all'assemblea straordinaria del 4 marzo 2014 al fine di accrescere le *chance* che, in tale sede, sia raggiunto il *quorum* richiesto per la valida costituzione dell'adunanza, pari a un quinto del capitale sociale.

**10. LIMITI SPECIFICI INCONTRATI DAL REVISORE ED EVENTUALI ALTRI ASPETTI DI RILIEVO EMERSI NELL'ESPLETAMENTO DEL PRESENTE INCARICO**

- i) In merito alle principali difficoltà incontrate nello svolgimento del nostro incarico, si segnala quanto segue.
  - Gli Aumenti di Capitale sono destinati ad inserirsi nel contesto descritto al precedente paragrafo 2, nel quale versa da tempo la Società e che presenta indubbi caratteri di peculiarità e, per certi versi, di unicità. Tale contesto pone inevitabili aspetti di complessità e incertezza nell'ambito di un processo di determinazione del possibile valore del capitale economico della Società e, conseguentemente, delle metodologie

individuare dagli Amministratori ai fini della determinazione dei prezzi di emissione delle nuove azioni a servizio degli Aumenti di Capitale.

- Le valutazioni effettuate dagli Amministratori sulla base della metodologia del DCF si basano su previsioni economico-patrimoniali desunte dal piano. Deve essere sottolineato che i dati prospettici e le ipotesi alla base della loro elaborazione, per loro natura, contengono elementi di incertezza e sono soggetti a variazioni, anche significative, in caso di cambiamenti del contesto di mercato e dello scenario macroeconomico. Va inoltre tenuto presente che, a causa dell'aleatorietà connessa alla realizzazione di qualsiasi evento futuro, sia per quanto concerne il concretizzarsi dell'accadimento, sia per quanto riguarda la misura e la tempistica della sua manifestazione, lo scostamento fra i valori consuntivi e i dati previsionali potrebbe essere significativo, anche qualora si manifestassero effettivamente gli eventi previsti nell'ambito delle assunzioni utilizzate.
- Le valutazioni basate su metodi che utilizzano variabili e parametri di mercato, come il metodo dei multipli di mercato, sono soggette all'andamento proprio dei mercati finanziari. L'andamento dei mercati finanziari, sia italiani che internazionali, ha evidenziato una tendenza a presentare oscillazioni rilevanti nel corso del tempo soprattutto in relazione all'incertezza del quadro economico generale. Ad influenzare l'andamento dei titoli possono anche intervenire pressioni speculative in un senso o nell'altro, del tutto slegate dalle prospettive economiche e finanziarie delle singole società. L'applicazione del metodo dei multipli di mercato può individuare, pertanto, valori tra loro differenti, in misura più o meno significativa, a seconda del momento in cui si effettui la valutazione.
- Nella determinazione del prezzo di emissione delle azioni relative all'Aumento di Capitale Riservato, gli Amministratori non hanno utilizzato, né con finalità di criterio principale, né ai fini di controllo, la metodologia delle quotazioni di borsa. Nella Relazione degli Amministratori sono illustrate le ragioni alla base di detta scelta metodologica, già oggetto di nostre considerazioni nel precedente paragrafo 9.2.2. La non applicabilità del criterio delle quotazioni di borsa, con finalità principali o di controllo, costituisce un'oggettiva difficoltà nell'espletamento dell'incarico.

ii) Si evidenziano inoltre i seguenti aspetti di rilievo.

- Come segnalato al precedente paragrafo 3, oggetto della presente relazione sono esclusivamente le nostre considerazioni, in termini di ragionevolezza e non arbitrarietà, dei metodi adottati dagli Amministratori per la determinazione dei prezzi di emissione delle nuove azioni Seat nell'ambito dell'Aumento di Capitale Riservato e dell'Aumento di Capitale al Servizio dei Warrant. Esula pertanto dall'oggetto della presente relazione qualsivoglia considerazione:
  - in ordine alle proposte di concordato preventivo e alla loro fattibilità, che sono state oggetto della relazione del professionista *ex art. 161, terzo comma, Legge Fallimentare*;

- in ordine alle determinazioni degli Amministratori circa la struttura dell'operazione, i relativi adempimenti, la tempistica di avvio e di esecuzione dell'operazione stessa nell'ambito del concordato;
  - in relazione ai profili di opportunità e/o convenienza degli Aumenti di Capitale per gli azionisti di Seat, che rimangono di stretta competenza di questi ultimi.
- Nella loro Relazione gli Amministratori sottolineano che gli Aumenti di Capitale oggetto del presente parere sono strettamente funzionali alle proposte di concordato preventivo di Seat e di Seat PG Italia. Pertanto, l'efficacia delle deliberazioni di aumento di capitale sarà sospensivamente condizionata all'efficacia della Fusione, che a sua volta è condizionata all'avvenuta omologazione, in via definitiva, di entrambe le proposte concordatarie di Seat e di Seat PG Italia, restando inteso che ove non si verificassero le predette condizioni sospensive entro il termine ultimo del 31 dicembre 2018, le deliberazioni di aumento di capitale resteranno definitivamente inefficaci.
- Come anticipato, sulla base dell'applicazione delle metodologie prescelte dagli Amministratori e come riportato nella loro Relazione, emerge che il valore patrimoniale di spettanza del gruppo Seat come risultante dall'ultima relazione trimestrale consolidata al 30 settembre 2013 è negativo per Euro 1.109 milioni, cosicché solo a seguito degli Aumenti di Capitale e dello stralcio dei debiti concorsuali la Società risultante dalla Fusione potrà beneficiare di un effetto esdebitativo che le consentirà di operare sul presupposto della continuità aziendale. Pertanto, l'effetto diluitivo "numerico" che i soci attuali subiscono come conseguenza della soppressione del diritto di opzione nell'ambito dell'Aumento di Capitale Riservato, all'esito del quale permarranno nel capitale sociale di Seat post-esdebitazione con una percentuale di circa lo 0,25% (senza tener conto dell'effetto derivante dall'eventuale esercizio dei Warrant), non comporta per gli stessi alcuna corrispondente diluizione "patrimoniale". La conservazione, da parte dei soci attuali, di una pur minima frazione del capitale sociale di Seat post-esdebitazione rappresenta comunque un'assegnazione di valore alla loro partecipazione, nonostante l'attuale stato di insolvenza delle due Società e il loro valore patrimoniale largamente negativo.
- Con specifico riferimento ai Warrant, essi conferiscono la facoltà di sottoscrivere a pagamento le azioni da emettersi in esecuzione dell'Aumento di Capitale al Servizio dei Warrant, rappresentative del 5% circa del capitale, post Aumento di Capitale Riservato, su basi *fully diluted*. Si segnala peraltro che tutti i Warrant saranno integralmente assegnati e saranno ripartiti esclusivamente tra gli azionisti ordinari della Società che interverranno, in proprio o per delega, all'Assemblea straordinaria del 4 marzo 2014 (oltre che agli azionisti di risparmio). Pertanto, nell'ipotesi più verosimile di non partecipazione integrale degli attuali azionisti alla prossima Assemblea straordinaria, coloro che vi prenderanno parte beneficeranno di una assegnazione di Warrant (e conseguentemente, in caso di successivo esercizio degli stessi, dell'emissione di azioni di compendio nell'ambito dell'Aumento di Capitale al Servizio dei Warrant) più che proporzionale rispetto alle loro attuali rispettive partecipazioni.

- Gli Amministratori segnalano che, qualora non fosse raggiunto il quorum costitutivo dell'Assemblea straordinaria del 4 marzo 2014, la Società potrà avvalersi della facoltà, riconosciuta dalla legge, di modificare la proposta concordataria. Secondo quanto indicato nella Relazione, peraltro, eventuali ulteriori modifiche della proposta concordataria non saranno verosimilmente in grado di evitare l'azzeramento del capitale sociale (e quindi l'annullamento delle azioni degli attuali soci), né di prevedere l'offerta di azioni quotate sia ai creditori sia ai soci e neppure di contemplare meccanismi incentivanti in favore degli attuali azionisti.
- La Relazione degli Amministratori indica momenti diversi per l'esecuzione dei due Aumenti di Capitale. In particolare, l'esecuzione dell'Aumento di Capitale Riservato è prevista nell'immediato seguito della Fusione e in sostanziale simultaneità con la stessa e comunque entro 4 mesi dall'omologazione definitiva dei concordati preventivi di Seat e di Seat PG Italia, mentre quella dell'Aumento di Capitale al Servizio dei Warrant dipenderà dalle richieste di conversione dei Warrant medesimi, che saranno esercitabili per un periodo indicativo di tre mesi a partire dal 29 gennaio 2016 (ovvero, qualora le condizioni alle quali è sospensivamente condizionata l'efficacia della deliberazione si verificassero successivamente alla data del 29 gennaio 2016, i Warrant saranno esercitabili per un periodo indicativo di tre mesi decorrenti dal compimento del quadrimestre rilevante ai fini della determinazione dello *strike price*).

Nell'ampio arco di tempo che potrebbe intercorrere tra la determinazione dello *strike price* dei Warrant, pari alla media dei prezzi di borsa del secondo e terzo venerdì del secondo, terzo e quarto mese di calendario successivi al mese di calendario in cui cadrà la data di esecuzione dell'Aumento di Capitale Riservato (ovvero, nel caso in cui il venerdì applicabile fosse un giorno di borsa chiusa, del primo giorno di borsa aperta successivo), con una maggiorazione del 15%, e l'esecuzione dell'Aumento di Capitale al Servizio dei Warrant, il valore economico della Società potrebbe subire variazioni, anche significative, per effetto dell'implementazione del piano conseguente ai concordati preventivi, nonché in relazione all'andamento dei mercati finanziari e delle prospettive economiche e finanziarie della Società.

Pertanto, gli attuali soci che parteciperanno alla prossima Assemblea straordinaria ai quali è destinato l'Aumento di Capitale al Servizio dei Warrant, che sarà eseguito in un arco temporale più lungo rispetto a quello previsto per l'Aumento di Capitale Riservato, potranno beneficiare dell'incremento del valore economico della Società nel frattempo eventualmente intervenuto, sottoscrivendo azioni di nuova emissione al prezzo determinato sulla base della media dei prezzi registrati in sei giorni di borsa in epoca prossima all'omologazione dei concordati preventivi.

- Dalla Relazione degli Amministratori non risultano vincoli di indisponibilità temporale per le azioni di nuova emissione (cd. vincoli di *lock up*), con conseguente piena facoltà dei sottoscrittori, a seguito della consegna da parte della Società delle nuove azioni emesse nell'ambito dell'Aumento di Capitale Riservato e dell'Aumento di Capitale al Servizio dei Warrant, di negoziare liberamente le suddette azioni sul mercato.

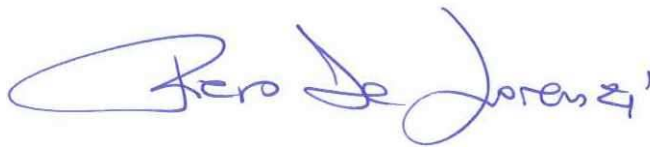
## **11. CONCLUSIONI**

Tutto ciò premesso, sulla base della documentazione esaminata e delle procedure sopra descritte, tenuto conto della natura e portata del nostro lavoro, così come riportato nel presente parere di congruità, e fermo restando quanto evidenziato al precedente paragrafo 10:

- (a) con riferimento all'Aumento di Capitale Riservato, riteniamo che i criteri individuati dagli Amministratori siano adeguati, in quanto nelle circostanze ragionevoli e non arbitrari, e che siano stati correttamente applicati ai fini della determinazione del prezzo di emissione delle nuove azioni di Seat Pagine Gialle SpA;
- (b) con riferimento all'Aumento di Capitale al Servizio dei Warrant, riteniamo che la metodologia adottata dagli Amministratori sia adeguata, in quanto nelle circostanze ragionevole e non arbitraria, ai fini della determinazione del prezzo di emissione delle nuove azioni di Seat Pagine Gialle SpA.

Torino, 11 febbraio 2014

PricewaterhouseCoopers SpA



Piero De Lorenzi  
(Revisore legale)