

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

**Agli Azionisti di  
Arkimedica S.p.A. in concordato preventivo**

### **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 ("TUIF"), abbiamo ricevuto dalla società Arkimedica S.p.A. in concordato preventivo ("Arkimedica" o la "Società") la relazione del Consiglio di Amministrazione datata 16 gennaio 2012 ai sensi dell'art. 2441, sesto comma, del Codice Civile (la "Relazione"), che illustra e motiva le suddette proposte di aumento di capitale con esclusione del diritto d'opzione, indicando i criteri adottati dal Consiglio di Amministrazione (il "Consiglio di Amministrazione" o anche solo gli "Amministratori") per la determinazione dei prezzi delle azioni di nuova emissione.

Le proposte del Consiglio di Amministrazione, così come descritte nella Relazione, hanno per oggetto, tra le altre, un'operazione complessiva di aumento del capitale sociale di Arkimedica per un importo complessivo di euro 43.323.000 (di seguito "Aumento di Capitale Complessivo"), articolato in cinque diversi aumenti di capitale sociale con esclusione del diritto di opzione ai sensi del quinto comma dell'art. 2441 del Codice Civile.

Secondo quanto riportato nella Relazione degli Amministratori, tale operazione, descritta più ampiamente nel successivo paragrafo 2, deve intendersi condizionata, quanto alla sua efficacia, all'esecutività del provvedimento di omologazione della proposta di concordato preventivo ("Concordato Preventivo") ai sensi dell'art. 160 del Regio Decreto n. 267 del 16 marzo 1942 ("Legge Fallimentare") depositata presso il Tribunale di Reggio Emilia in data 14 ottobre 2011. A seguito di tale proposta, il Tribunale di Reggio Emilia ha ammesso Arkimedica alla procedura di Concordato Preventivo con decreto in data 26 ottobre 2011, fissando l'adunanza dei creditori per il giorno 5 marzo 2012.

La proposta del suddetto Aumento di Capitale Complessivo sarà sottoposta all'approvazione dell'Assemblea Straordinaria della Società fissata per il giorno 28 febbraio 2012.

Nella nostra qualità di società incaricata della revisione legale dei conti di Arkimedica, ci è stato richiesto dal Consiglio di Amministrazione della Società di esprimere, ai sensi del combinato disposto dell'art. 2441, quinto comma e sesto comma, del Codice Civile e dell'art. 158, primo comma, TUIF, il nostro parere sull'adeguatezza dei criteri proposti dagli Amministratori ai fini della determinazione dei prezzi di emissione delle nuove azioni di Arkimedica.

## 2. SINTESI DELL'OPERAZIONE

Come indicato nella Relazione da parte degli Amministratori, a partire dal primo trimestre 2011 Arkimedica e le società dalla stessa controllate (il "Gruppo" o il "Gruppo Arkimedica") hanno riscontrato un progressivo aggravarsi dello stato di crisi già emerso a fine 2010 a causa del rilevante indebitamento finanziario e degli andamenti negativi nei risultati di alcune società del Gruppo. Preso atto della difficile situazione finanziaria e aziendale della Società e del Gruppo, il Consiglio di Amministrazione ha ritenuto necessario procedere ad una revisione del piano industriale approvato dal precedente organo amministrativo nel corso del mese di dicembre 2010. In data 29 agosto 2011, il Consiglio di Amministrazione ha pertanto approvato un nuovo piano industriale e finanziario 2011 – 2014 (il "Piano Industriale"), successivamente modificato in data 16 settembre 2011 e 29 settembre 2011. Tale Piano Industriale contempla, tra l'altro, una significativa razionalizzazione e ristrutturazione del Gruppo, finalizzata al riequilibrio economico e finanziario dello stesso attraverso una sostanziale focalizzazione dell'attività nel settore dei servizi socio-sanitari (l'attuale area *care*), previa ristrutturazione dell'indebitamento finanziario del Gruppo e apporto di capitale di rischio.

Inoltre, il Consiglio di Amministrazione, in considerazione delle risultanze della relazione semestrale consolidata al 30 giugno 2011, nella quale sono state apportate svalutazioni di avviamenti e di altre voci dell'attivo, ad esito dell'*impairment test*, per circa euro 15,7 milioni, riferisce di avere ritenuto necessario procedere ad una verifica della situazione patrimoniale individuale di Arkimedica S.p.A., all'esito della quale è stato evidenziato un patrimonio netto negativo (deficit patrimoniale) al 31 agosto 2011, rilevante ai sensi dell'art. 2447 del Codice Civile.

In considerazione di quanto descritto e (i) della necessità, per assicurare la continuazione dell'attività aziendale, di reperire nuove risorse finanziarie coerenti con le previsioni del nuovo Piano Industriale; (ii) dell'impossibilità di reperire tali risorse presso il sistema bancario in assenza di un piano complessivo di ristrutturazione dei debiti; (iii) della indisponibilità/incapacità del socio di riferimento a ricapitalizzare la Società nonché (iv) dell'elevato grado di frazionamento dell'azionariato, tale da non garantire, in tempi rapidi e in considerazione delle tempistiche connesse all'*iter* di approvazione del prospetto informativo nonché del procedimento di offerta al pubblico, il successo di un eventuale aumento di capitale in opzione ai soci, il Consiglio di Amministrazione indica di avere ritenuto che le risorse finanziarie necessarie alla prosecuzione dell'attività e funzionali alla realizzazione del Piano Industriale potessero essere reperite presso terzi, mediante la sottoscrizione di aumenti di capitale sociale della Società e la ristrutturazione del Prestito Obbligazionario Convertibile Arkimedica 2007-2012.

Per perseguire tale obiettivo, gli Amministratori rammentano che, successivamente all'approvazione del Piano Industriale e compatibilmente con lo stato di crisi aziendale e con i tempi dettati dalle disposizioni dell'art. 2447 del Codice Civile, la Società è stata contattata da diversi operatori (sia industriali sia finanziari) potenzialmente interessati ad un eventuale investimento nel capitale di Arkimedica.

Nel seguito della Relazione, gli Amministratori hanno descritto le proposte concrete pervenute in tale fase, la prima delle quali da parte di Arkigest S.r.l. (“Arkigest”) e del sig. Fedele De Vita (congiuntamente gli “Investitori”), entrambi azionisti della Società, con la quale questi ultimi si sono impegnati a sottoscrivere un aumento di capitale sociale ad essi riservato di complessivi euro 5,5 milioni (rispettivamente Arkigest per euro 5.000.000 e il sig. Fedele De Vita per euro 500.000). La seconda risulta invece essere pervenuta dalla società fiduciaria Fidor S.p.A. disponibile a sottoscrivere un aumento di capitale sociale a pagamento per un importo compreso tra euro 3.500.000 ed euro 5.000.000.

Alla luce delle disponibilità acquisite, constatato che Arkimedica non era più in grado di far integralmente fronte alle proprie obbligazioni e di garantire la continuità aziendale, il Consiglio di Amministrazione riferisce di avere considerato la proposta degli Investitori più vantaggiosa rispetto all’altra proposta di investimento, in quanto prevedeva (i) un maggiore intervento in capitale sociale, oltretutto garantito da fideiussione bancaria; (ii) una percentuale di soddisfazione dei creditori maggiore; (iii) una maggiore garanzia di continuazione dell’attività aziendale con conseguente beneficio occupazionale. In effetti, gli Amministratori ricordano che Arkigest è un operatore del settore dotato di specifiche competenze e capacità manageriali utili al miglior perseguimento degli obiettivi del Piano Industriale.

Gli Amministratori hanno inoltre precisato che l’impegno degli Investitori, ciascuno garantito da fideiussione bancaria, è sospensivamente condizionato all’avveramento, entro il 30 settembre 2012, delle seguenti circostanze: (i) approvazione da parte dell’assemblea dei soci di Arkimedica di tutte le delibere previste per l’attuazione della proposta di concordato; (ii) omologazione della proposta di Concordato Preventivo e (iii) esenzione dall’obbligo di promuovere un’offerta pubblica di acquisto ai sensi degli artt. 102 e 106 del TUIF alla sottoscrizione e alla liberazione dell’aumento di capitale riservato agli Investitori.

Pertanto, sulla base delle proposte degli Investitori, il Consiglio di Amministrazione ha deliberato, in data 7 ottobre 2011, di presentare una proposta di Concordato Preventivo il cui contenuto è di seguito riassunto.

In particolare, la proposta di Concordato Preventivo depositata in data 14 ottobre 2011 avanti al Tribunale di Reggio Emilia, descritta dagli Amministratori nella loro Relazione, prevede:

- i) il pagamento integrale delle spese di procedura e dei debiti assunti per la gestione e prosecuzione dell’impresa durante la procedura;
- ii) il pagamento integrale dei creditori privilegiati;
- iii) il pagamento parziale dei creditori chirografari suddivisi nelle seguenti classi secondo posizione giuridica e interessi economici omogenei, alle quali sarà rispettivamente attribuito il trattamento di seguito indicato:

Classe 1: costituita dai possessori (gli “Obbligazionisti”) delle n. 10.000.000 obbligazioni convertibili del prestito denominato “*Arkimedica 2007-2012 convertibile 5%*” (il “POC 2007-2012”), per un credito complessivo di euro 29.121.278 (comprensivo degli interessi maturati sino alla data del 31 agosto 2011):

- i) remissione da parte degli Obbligazionisti di una porzione del credito pari a circa il 31,32% (per un importo di euro 9.121.278 di cui quota capitale euro 8.000.000 e il residuo di quota interessi);
- ii) conversione in azioni Arkimedica di una porzione pari al 40% del credito residuo (per un importo di euro 8.000.000);
- iii) rimborso del credito residuo (per un importo di euro 12.000.000) attraverso l’assegnazione forzata di un nuovo prestito obbligazionario convertibile.

Classe 2: costituita dagli istituti di credito, per un credito complessivo di euro 6.789.932 (comprensivo degli interessi maturati sino alla data del 31 agosto 2011):

- i) remissione del 50% dei crediti vantati (pari a complessivi euro 3.394.966);
- ii) consolidamento e riscadenziamento del debito chirografario residuo (pari a complessivi euro 3.394.966) con rimborso in un'unica soluzione al 30 novembre 2016.

Classe 3: costituita da altri debiti chirografari, per un credito complessivo di euro 499.664,35, (comprensivo degli interessi maturati sino alla data del 31 agosto 2011):

- i) remissione del 30% dei crediti vantati;
- ii) ii) rimborso del debito chirografario residuo con pagamento a seguito dell'omologazione della presente proposta.

Inoltre, il Consiglio di Amministrazione rammenta che la proposta di Concordato Preventivo, e la relativa fattibilità, è coerente con il Piano Industriale approvato il 29 agosto 2011, e sue successive revisioni del 16 settembre 2011 e del 29 settembre 2011, in quanto il medesimo prevede la ristrutturazione dell'esposizione debitoria, la concessione di finanziamenti da parte di istituti di credito, la dismissione di attività non strategiche e operazioni di aumento di capitale. In particolare le operazioni in cui si articola l'Aumento di Capitale Complessivo richiamate dagli Amministratori sono le seguenti:

- i) aumento di capitale sociale a pagamento, con esclusione del diritto di opzione, ai sensi dell'art. 2441, comma 5, del Codice Civile, per un importo di euro 8.000.000, mediante emissione di complessive n. 10.000.000 nuove azioni ordinarie a servizio della conversione forzosamente di una porzione del credito vantato dagli Obbligazionisti ("Aumento di Capitale al Servizio della Conversione del POC 2007-2012");
- ii) emissione di un nuovo prestito obbligazionario convertibile in azioni ordinarie Arkimedica di nuova emissione (il "Nuovo POC"), ai sensi dell'art. 2420-bis, comma 1, del Codice Civile, con esclusione del diritto di opzione, ai sensi dell'art. 2441, comma 5 del Codice Civile, a fronte dell'estinzione forzosamente di una porzione del credito vantato dagli Obbligazionisti, nonché contestuale delibera di aumento di capitale sociale a pagamento, scindibile, ai sensi dell'art. 2420-bis, comma 2, del Codice Civile, per un ammontare di euro 12.000.000, mediante emissione di n. 10.000.000 nuove azioni ordinarie, previa revoca delle deliberazioni assunte in relazione al POC 2007-2012 ("Aumento di Capitale al Servizio del Nuovo POC");
- iii) aumento del capitale sociale a pagamento, inscindibile, ai sensi dell'art. 2441, comma 5, del Codice Civile riservato agli Investitori, per un importo di euro 5.500.000, mediante emissione di n. 6.875.000 nuove azioni ordinarie ("Aumento di Capitale Riservato agli Investitori"), con abbinati *warrant* non destinati alla quotazione denominati "Warrant A Arkimedica 2012" e "Warrant B Arkimedica 2012" (i "Warrant"), e contestuali ulteriori aumenti di capitale sociale a pagamento, scindibili, per un importo rispettivamente di massimi euro 4.400.000 ed euro 13.423.000, a servizio rispettivamente dei "Warrant A Arkimedica 2012" e dei "Warrant B Arkimedica 2012" (rispettivamente "Aumento di Capitale al Servizio dei Warrant A" e "Aumento di Capitale al Servizio dei Warrant B").

Nella loro Relazione gli Amministratori descrivono le ragioni dell'esclusione del diritto d'opzione:

- per quanto riguarda le operazioni sul capitale connesse alla conversione forzata del POC 2007-2012, l'esclusione del diritto di opzione è giustificata dall'interesse della Società a ridurre l'indebitamento obbligazionario ed è volta al soddisfacimento della posizione degli Obbligazionisti tramite la conversione di parte del loro credito in capitale di rischio ed in un nuovo strumento obbligazionario, che presenti una scadenza successiva a quella attuale e con le seguenti condizioni:
  - valore nominale unitario: euro 1,20;
  - cedola fissa annua del 3% a decorrere dall'emissione;
  - rimborso in un'unica soluzione alla data di scadenza del 30 novembre 2016;
  - rapporto di conversione: n. 6 azioni ordinarie a fronte di n. 7 obbligazioni;
  - periodo di esercizio del diritto di conversione: in qualsiasi momento della durata del prestito sino al 15 ottobre 2016 (salvo ipotesi di sospensione);
  - richiesta di quotazione sull'MTA.

Al riguardo, gli Amministratori nella loro Relazione hanno indicato che, in data 19 ottobre 2011, Unipol Merchant – Banca per le Imprese S.p.A., titolare di n. 1.183.761 obbligazioni, con valore nominale unitario di euro 2,80, per un valore nominale complessivo di euro 3.314.530,80, ha inviato una lettera alla Società con la quale si impegna a partecipare all'assemblea degli Obbligazionisti e ad esprimere voto favorevole sulla proposta sopra illustrata. Inoltre, in data 25 ottobre 2011, Centrobanca – Banca di Credito Finanziario e Mobiliare S.p.A., titolare di n. 1.354.433 obbligazioni per un valore nominale complessivo di euro 3.792.412,40, ha inviato una lettera alla Società con la quale si impegna a partecipare all'assemblea degli Obbligazionisti e ad esprimere voto favorevole sulla proposta sopra illustrata;

- per quanto riguarda l'Aumento di Capitale Riservato agli Investitori le ragioni dell'esclusione del diritto di opzione sono così riassunte: (i) indisponibilità da parte degli azionisti di riferimento a fornire alla Società i mezzi finanziari necessari per la continuazione della attività aziendale, in più occasioni affermata e resa evidente dallo stato di liquidazione dell'azionista di riferimento Tech Med, a sua volta impossibilitato ad ottenere i mezzi finanziari necessari dai propri azionisti; (ii) elevato grado di frazionamento dell'azionariato, tale da non garantire, in tempi rapidi e in considerazione delle tempistiche connesse all'*iter* di approvazione del prospetto informativo nonché del procedimento di offerta al pubblico, il successo di un eventuale aumento di capitale in opzione ai soci; (iii) indisponibilità all'intervento da parte degli Obbligazionisti; (iv) necessità di ricorrere alla procedura di concordato ed essenzialità, per sostenere le proposte in esso contenute nei confronti dei creditori, di avere certezza della realizzazione dell'aumento di capitale, che costituisce altresì una sostanziale condizione per l'omologazione del concordato; (v) rilevanza della natura dell'investitore, quale soggetto operatore del settore, per l'esecuzione del concordato e per avere una ragionevole certezza della continuazione dell'attività aziendale, che costituisce garanzia indiretta per le prospettive di rimborso del Nuovo POC.

Inoltre, gli Amministratori rammentano che l'emissione dei *Warrant* intrasferibili e non quotati, destinati agli Investitori in proporzione alla porzione di Aumento di Capitale Riservato agli Investitori stessi sottoscritto e liberato da ciascuno, si propone di consentire loro, a fronte del rischio assunto oggi nell'investire proprio capitale in Arkimedica, di poter beneficiare di eventuali futuri incrementi di valore della Società. I *Warrant* sono infatti inscindibilmente collegati all'acquisto derivante dalla liberazione dell'Aumento di Capitale Riservato agli Investitori e all'operazione di ricapitalizzazione della Società. In particolare, saranno assegnate due categorie di *Warrant*, entrambi intrasferibili e non destinati alla quotazione, di cui (i) n. 5.000.000 *warrant* (di cui n. 4.545.455 a Arkigest) esercitabili in qualsiasi momento nei 42 mesi successivi all'omologa del Concordato (i "*Warrant A*") e (ii) n. 9.587.307 *warrant* (di cui n. 8.690.472 a Arkigest) esercitabili successivamente alla scadenza del periodo di esercizio dei *Warrant A* e sino al 31 ottobre 2016 (i "*Warrant B*").

Inoltre, gli Amministratori sottolineano nella loro Relazione che l'Aumento di Capitale Complessivo deve intendersi strumentale e propedeutico, e quindi inscindibilmente collegato, al piano di risanamento finanziario e patrimoniale della Società e, in particolare, all'attuazione della proposta di Concordato Preventivo e pertanto condizionato, quanto alla sua efficacia, all'esecutività del provvedimento di omologazione della proposta stessa di Concordato Preventivo.

Infine, gli Amministratori riferiscono che, per accelerare i tempi dell'attribuzione alla Società delle risorse finanziarie necessarie al rilancio delle attività sociali, è previsto che l'Aumento di Capitale Riservato agli Investitori sia eseguito, verificatesi le condizioni, entro 5 giorni lavorativi dal decreto di omologazione del Concordato Preventivo, fatta salva la possibilità per gli Investitori di rinunciare alla condizione di efficacia della sottoscrizione e/o di eseguire finanziamenti soci in conto aumento capitale precedentemente alla realizzazione della condizione sospensiva di efficacia.

In data 26 ottobre 2011, il Tribunale Civile di Reggio Emilia ha ammesso la Società alla procedura di Concordato Preventivo *ex artt.* 160 e ss. della Legge Fallimentare, nominando quale Giudice Delegato il dott. Luciano Varotti, quale Commissario Giudiziale il dott. Alfredo Macchiaverna e fissando l'adunanza dei creditori per il giorno 5 marzo 2012.

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

Il presente parere di congruità, emesso ai sensi degli articoli 2441, sesto comma, del Codice Civile e 158, primo comma, del D. Lgs. 58/98, 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 alle metodologie adottate dagli Amministratori per la determinazione dei prezzi di emissione delle azioni al servizio delle varie operazioni in cui di articola l'Aumento di Capitale Complessivo.

Più precisamente, il presente parere di congruità indica i metodi seguiti dagli Amministratori per la determinazione dei prezzi di emissione delle azioni e le eventuali difficoltà di valutazione dagli stessi incontrate ed è costituito dalle nostre considerazioni sull'adeguatezza, sotto il profilo della loro ragionevolezza e non arbitrarietà, nelle circostanze, di tali metodi, nonché sulla loro corretta applicazione. Esula viceversa dall'ambito del presente parere qualsivoglia considerazione in relazione ai profili di opportunità e/o convenienza dell'operazione per gli azionisti di Arkimedica, che rimane di esclusiva pertinenza dell'Assemblea dei Soci.

Nell'esaminare i metodi di valutazione adottati dagli Amministratori, non abbiamo effettuato una valutazione economica della Società. Tale valutazione è stata svolta esclusivamente dagli Amministratori.

#### 4. DOCUMENTAZIONE UTILIZZATA

Nello svolgimento del nostro lavoro abbiamo ottenuto direttamente dalla Società i documenti e le informazioni ritenuti utili nella fattispecie. Più in particolare abbiamo ottenuto e analizzato la seguente documentazione:

- statuto della Società;
- relazione illustrativa del Consiglio di Amministrazione del 16 gennaio 2012 predisposta ai sensi dell'art. 2441, sesto comma, del Codice Civile e dell'art. 72 del Regolamento Consob 11971/99;
- verbale del Consiglio di Amministrazione del 16 gennaio 2012 che ha approvato la Relazione di cui sopra;
- copia del Ricorso al Tribunale di Reggio Emilia *ex art. 160 Legge Fallimentare* per l'ammissione di Arkimedica alla procedura di Concordato Preventivo, completa dei relativi allegati;
- lettere datate 19 ottobre 2011 e 25 ottobre 2011 inviate alla Società rispettivamente da Unipol Merchant – Banca per le Imprese S.p.A. e Centrobanca – Banca di Credito Finanziario e Mobiliare S.p.A.;
- relazione *ex art. 161, terzo comma, Legge Fallimentare* nell'ambito della proposta per l'ammissione alla procedura di Concordato Preventivo, predisposta dal professionista indipendente Dott. Roberto Spada;
- bilancio d'esercizio e consolidato di Arkimedica al 31 dicembre 2010 da noi assoggettati a revisione legale, le cui relazioni di revisione, emesse in data 4 aprile 2011, contengono un richiamo di informativa in ordine a *“l'esistenza di un'incertezza rilevante che può far sorgere dubbi significativi sulla capacità della Società e del Gruppo di continuare ad operare nel presupposto della continuità aziendale”*;
- bilancio consolidato semestrale abbreviato al 30 giugno 2011 di Arkimedica, da noi assoggettato a revisione contabile limitata. Si ricorda che la relazione da noi emessa su tale bilancio in data 29 agosto 2011, a causa degli effetti connessi alle rilevanti incertezze che caratterizzano il presupposto della continuità aziendale e avuto riguardo agli effetti connessi all'incertezza dell'integrale realizzo di un credito in contenzioso, descritti nella relazione stessa, si conclude con l'impossibilità ad esprimere un giudizio sul predetto bilancio. In particolare, nella relazione sul bilancio consolidato semestrale abbreviato di Arkimedica al 30 giugno 2011 si riporta quanto segue:

“[...]”

3. *Il Gruppo Arkimedica nel primo semestre 2011 ha sostenuto una significativa perdita a livello operativo pari ad euro 17.226 migliaia, come già avvenuto nell'omologo periodo precedente (euro 1.194 migliaia); al 30 giugno 2011 la perdita netta è risultata pari a euro 32.632 migliaia (euro 3.597 migliaia al 30 giugno 2010).*

Come indicato dagli Amministratori nelle note illustrative, le perdite consuntivate al 30 giugno 2011 risultano principalmente riconducibili (i) al risultato negativo registrato dalla ex Divisione Contract, in particolare delle controllate Cla S.p.A. e Karismedica S.r.l., (ii) alle perdite consuntivate da alcune società dell'area Care, in particolare Sangro Gestioni S.r.l. e Vivere S.r.l. che presentano anche al 30 giugno 2011 un margine operativo lordo negativo, (iii) alle svalutazioni di avviamenti e di altre voci dell'attivo immobilizzato risultanti dai test di impairment per euro 15.707 migliaia, in considerazione della situazione di forte discontinuità di mercato e societaria che ha determinato significativi effetti sui risultati di tale test. In particolare, come riportato nelle note illustrative, l'andamento negativo delle società della ex Divisione Contract è dovuto principalmente all'uscita di parte del management avvenuta a fine 2010, ad una sostanziale stagnazione del mercato in cui le stesse operano ed alla conseguente situazione di tensione finanziaria che ha comportato per tali società difficoltà significative negli approvvigionamenti e nelle tempistiche di consegna delle forniture a clienti e committenti. Tali criticità, manifestatesi in modo marcato dal mese di aprile 2011, hanno portato gli Amministratori della Capogruppo a prendere la decisione di ridurre drasticamente la presenza in questo settore in Italia, proseguendo le attività di dismissione avviate nel primo trimestre 2011 con la cessione di Aricar S.p.A., effettuando la cessione di Euroclinic S.r.l. nel mese di giugno 2011 e di Karismedica S.r.l. nel mese di agosto 2011, alle quali farà seguito la liquidazione di Cla S.p.A. sia in quanto non esistevano più le condizioni per la continuazione ed il rilancio autonomo dell'attività di tale controllata, sia per effetto delle specifiche obbligazioni assunte nell'ambito dell'operazione di tale ultima cessione.

Gli Amministratori hanno indicato che i risultati negativi sopradescritti, uniti ad una significativa eccedenza dei mezzi di terzi rispetto ai mezzi propri, hanno comportato una situazione di tensione finanziaria per una parte preponderante delle società del Gruppo e di conseguenza del Gruppo nel suo complesso. Gli Amministratori hanno altresì indicato nelle note illustrative che tale situazione di tensione finanziaria si è acuita, nel corso del secondo trimestre del 2011, anche in seguito alle notizie circa la messa in liquidazione di Tech Med S.p.A., maggiore azionista della Società, nonché circa il provvedimento di commissariamento adottato nei confronti di Cape Natixis SGR S.p.A. (fino al 28 luglio 2011 società di gestione del fondo chiuso Cape Natixis Private Equity Fund che controlla Tech Med S.p.A. in liquidazione), avvenimenti che hanno comportato un graduale irrigidimento da parte degli istituti di credito nel concedere nuove linee di credito e nel mantenere gli affidamenti esistenti. Al 30 giugno 2011, il Gruppo presenta un indebitamento finanziario consolidato netto pari ad euro 88.772 migliaia a fronte di un patrimonio netto consolidato pari ad euro 8.288 migliaia.

Gli Amministratori, nel prendere atto delle criticità precedentemente illustrate, evidenziano nelle note illustrative le iniziative, già avviate nel corso del primo semestre 2011, volte al ripristino di risultati economici positivi ed al riequilibrio della situazione finanziaria del Gruppo Arkimedica ed indicano che, in data 29 agosto 2011, è stato approvato il nuovo piano industriale 2011-2014 ("Piano Industriale"), che include le previsioni da loro formulate in ordine alla dinamica economica e finanziaria. Peraltro, il raggiungimento dei risultati previsti dal Piano Industriale è subordinato, in aggiunta a quanto successivamente illustrato relativamente al superamento delle criticità finanziarie, all'esito positivo delle azioni avviate, nonché al superamento delle situazioni di significativa incertezza, descritte nelle note illustrative, nelle quali si trovano le società dell'area Care Sangro Gestioni S.p.A., Vivere S.r.l. e San Benedetto S.r.l.



*Gli Amministratori indicano altresì nelle note illustrative che i flussi di cassa della gestione corrente riflessi nel Piano Industriale per l'esercizio 2011, non risulterebbero sufficienti a far fronte ai fabbisogni finanziari previsti, anche a seguito delle sopravvenute difficoltà nel fare affluire significative risorse finanziarie dalle controllate alla Capogruppo.*

*In tale contesto, gli Amministratori della Società descrivono nelle note illustrative le azioni da loro ritenute necessarie per il riequilibrio della situazione patrimoniale e finanziaria del Gruppo, che peraltro al momento sono di esito significativamente incerto anche in considerazione del fatto che le modalità di loro attuazione sono ancora in fase di elaborazione. In particolare, secondo quanto riferito dagli stessi Amministratori le azioni da porre in essere nel breve periodo prevedono ipotesi di manovra finanziaria che comportano il coinvolgimento, peraltro ad oggi non ancora avviato formalmente, di Azionisti, Obbligazionisti e Istituti di Credito finanziatori del Gruppo (di seguito "Ristrutturazione Finanziaria") al fine di ottenere: (i) la ridefinizione dei termini e condizioni del Prestito Obbligazionario Convertibile in capo ad Arkimedica S.p.A. del valore, alla scadenza nel novembre 2012, di euro 28 milioni, oltre ai relativi interessi ancora da liquidare, (ii) la rinegoziazione del mutuo ipotecario garantito dall'immobile di Camburzano di proprietà della società Vivere S.r.l. il cui importo da rimborsare risulta pari ad euro 8,5 milioni in linea capitale, (iii) la rimodulazione/rinegoziazione degli ulteriori debiti finanziari, nonché l'ottenimento dei necessari crediti di firma a garanzia di contratti di affitto, (iv) l'ottenimento di nuova finanza dagli istituti di credito ed eventuale ricorso a mezzi di capitale proprio.*

*Gli Amministratori riferiscono che tali circostanze, oltre agli altri fattori riportati nel paragrafo "Continuità aziendale" delle note illustrative, indicano l'esistenza di rilevanti incertezze che possono far sorgere dubbi significativi sulla capacità del Gruppo di continuare ad operare nel presupposto della continuità aziendale. Gli Amministratori hanno descritto nelle note illustrative le motivazioni per cui ritengono che il Gruppo potrà disporre di adeguate risorse per continuare l'esistenza operativa in un prevedibile futuro e, in particolare, per un arco di tempo di almeno dodici mesi. Sulla base delle suddette motivazioni, gli Amministratori hanno ritenuto appropriata l'adozione del presupposto della continuità aziendale nella redazione del bilancio consolidato semestrale abbreviato del Gruppo Arkimedica e, pertanto, non sono state incluse rettifiche relative alla realizzabilità ed alla classificazione delle attività, con particolare riferimento agli avviamenti ed ai crediti per imposte anticipate, ed alle passività che sarebbero necessarie qualora la Società non fosse in grado di continuare ad operare in condizioni di funzionamento.*

*Quanto sopra descritto, e segnatamente (i) le incertezze che caratterizzano le modalità di attuazione e l'esito delle azioni volte al raggiungimento del successo della Ristrutturazione Finanziaria del Gruppo sopradescritta, che peraltro non risultano ad oggi ancora avviate, (ii) le incertezze che caratterizzano l'effettivo raggiungimento dei risultati previsti nel Piano Industriale predisposto dagli Amministratori, (iii) le incertezze in merito alla chiusura del processo di dismissione della ex Divisione Contract e nello specifico alla liquidazione in bonis di Cla S.p.A., evidenzia[no] che il presupposto della continuità aziendale è soggetto a molteplici significative incertezze con possibili effetti cumulati rilevanti sul bilancio consolidato semestrale abbreviato del Gruppo Arkimedica al 30 giugno 2011.*

4. *Nel corso del 2009, è sorto un contenzioso tra Arkimedica S.p.A. e Sogespa Immobiliare S.p.A., società ad oggi incorporata in Arkigest S.r.l., in merito ad un credito, pari ad euro 5,7 milioni, originatosi dal versamento a titolo di caparra confirmatoria per l'acquisto di una società proprietaria di una struttura adibita a residenza sanitaria assistenziale. Gli Amministratori di Arkimedica S.p.A., pur ritenendo che tale vertenza possa presentare concreti margini di successo, come indicato dai propri consulenti legali, hanno provveduto ad effettuare una svalutazione pari ad euro 2,85 milioni al fine di allineare tale credito al presunto valore di realizzo, per le motivazioni indicate nelle note illustrative. Peraltro, l'integrale realizzo del sopramenzionato credito dipende dall'esito del contenzioso che, ad oggi, risulta incerto.*
5. *Sulla base di quanto svolto, a causa degli effetti connessi alle rilevanti incertezze descritte nel precedente paragrafo 3., avuto riguardo a quanto indicato al precedente paragrafo 4., non siamo in grado di esprimerci sulla conformità del bilancio consolidato semestrale abbreviato del Gruppo Arkimedica al 30 giugno 2011 al principio contabile internazionale applicabile per l'informativa finanziaria infrannuale (IAS 34) adottato dall'Unione Europea.  
[...]"*
- situazioni economico-patrimoniali separate di Arkimedica aggiornate al 31 agosto 2011 e al 30 novembre 2011;
  - Piano Industriale della Società 2011 – 2014, approvato dal Consiglio di Amministrazione in data 29 agosto 2011, e sue successive revisioni datate 16 e 29 settembre 2011;
  - documentazione di dettaglio relativa ai criteri ed alle modalità di determinazione dei prezzi di emissione delle nuove azioni Arkimedica utilizzati dagli Amministratori per l'operazione in esame.

Abbiamo altresì utilizzato le seguenti ulteriori informazioni:

- andamento dei prezzi di mercato delle azioni Arkimedica registrati nei sei mesi precedenti il 30 dicembre 2011;
- comunicati stampa della Società;
- analisi della documentazione disponibile pubblicamente su operazioni similari;
- elementi contabili, extracontabili e di tipo statistico, nonché ogni altra informazione ritenuta utile ai fini dell'espletamento del nostro incarico.

Abbiamo inoltre ottenuto specifica ed espressa attestazione, mediante lettera rilasciata dalla Società in data 7 febbraio 2012, che, per quanto a conoscenza degli Amministratori e della Direzione di Arkimedica, non sono intervenute variazioni rilevanti, né fatti e circostanze che rendano opportune modifiche significative alle assunzioni sottostanti le elaborazioni dei piani economico-finanziari sopra richiamati, nonché ai dati e alle informazioni prese in considerazione nello svolgimento delle nostre analisi e/o che potrebbero avere impatti significativi sulle valutazioni.

## 5. METODI DI VALUTAZIONE ADOTTATI DAL CONSIGLIO DI AMMINISTRAZIONE PER LA DETERMINAZIONE DEI PREZZI DI EMISSIONE DELLE AZIONI

### 5.1 La determinazione da parte degli Amministratori del prezzo di emissione nell'ambito dell'Aumento di Capitale al Servizio della Conversione del POC 2007-2012 e dell'Aumento di Capitale Riservato agli Investitori.

Come riportato nella loro Relazione, gli Amministratori hanno indicato che il prezzo di emissione delle azioni nell'ambito delle operazioni di aumento di capitale con esclusione del diritto di opzione deve essere idoneo, in ossequio alla disciplina prevista all'art. 2441, comma sesto, del Codice Civile, a tutelare i soci che sono stati privati del diritto di opzione, stabilendo un prezzo che non comporti un effetto ingiustificatamente diluitivo del patrimonio netto per azione.

Inoltre, gli Amministratori riferiscono che le offerte ricevute danno loro la possibilità di fissare un prezzo di emissione idoneo a raccogliere nuove risorse finanziarie al fine di garantire la continuità al Gruppo, alla luce degli interessamenti concretamente ricevuti, anche in considerazione dello stato di crisi e della situazione di insolvenza che ha determinato il ricorso alla procedura di Concordato Preventivo.

In considerazione di quanto sopra descritto, gli Amministratori riferiscono di aver proceduto a valutare l'intero capitale economico del Gruppo attraverso il metodo dei flussi di cassa attualizzati del Gruppo stesso (*Discounted Cash Flow* – “DCF”), normalmente adottato per la valutazione delle società industriali. Gli Amministratori nella loro Relazione rilevano che l'utilizzo di tale metodologia quale metodo valutativo applicabile più significativo è stata effettuata tenendo in considerazione il fatto che il Piano Industriale presenta flussi di cassa attesi positivi e che, se pur in presenza di significative incertezze che potrebbero comportare rilevanti dubbi sulla capacità della Società di continuare a operare sulla base della continuità aziendale, gli stessi hanno ritenuto sussista la ragionevole aspettativa di un esito positivo della procedura di Concordato Preventivo ammessa dal Tribunale Civile di Reggio Emilia in data 26 ottobre 2011.

Al fine di stimare il valore del Gruppo, gli Amministratori hanno indicato che la metodologia del DCF è stata applicata ai flussi di cassa operativi generati nel periodo di Piano Industriale dalla *holding* Arkimedica unitamente alle società facenti parte dell'area *care*, scorporando dai risultati ottenuti la quota parte di *Equity Value* di spettanza delle *minorities* (30% di Icos Gestioni e Teoreo). Al valore *pre-money* (post remissione dei debiti e ante aumenti di capitale, per la cui descrizione si rimanda al paragrafo 2) così ottenuto, è stato infine aggiunto il valore attuale delle voci non comprese nei flussi di cassa operativi utilizzati (*e.g.* proventi dalla cessione delle partecipazioni in Delta Med, Icos Impianti Group e Ateliers Du Haut Forez Sas (“AHF”) secondo quanto previsto dal Piano Industriale), al fine di ottenere una stima complessiva del valore del capitale economico del Gruppo.

Nella Relazione gli Amministratori hanno altresì riportato le risultanze derivanti dall'utilizzo del metodo principale del DCF, che indicano che il valore del capitale economico del Gruppo al 30 novembre 2011 risulta negativo, anche tenendo conto dei benefici che si verrebbero a determinare all'esito dello stralcio dei creditori ipotizzato nella Proposta di Concordato.

Inoltre, gli Amministratori hanno riferito di aver fatto ricorso al metodo dei multipli di mercato, comunemente utilizzato per operazioni analoghe, come criterio valutativo di controllo. In tale contesto, gli stessi hanno descritto che pur non essendo presenti sul mercato italiano informazioni su un campione di società quotate ritenute comparabili, in particolare considerando le specificità della Società in termini di aree di attività e *business model* in seguito al processo di razionalizzazione e ristrutturazione del Gruppo che prevede una sostanziale focalizzazione dell'attività nel settore dei servizi socio-sanitari (l'area *care*), sono stati individuati alcuni gruppi internazionali che per macro settore di riferimento e *business model* possono essere ritenuti comparabili rispetto al Gruppo (i.e. Smith Group, Becton Dickinson e Fresenius – settore *medical devices* – e Korian e Orpea – settore *care*). Gli Amministratori riferiscono quindi di avere applicato al margine operativo lordo consolidato degli esercizi 2011 e 2012, un moltiplicatore medio di mercato pari rispettivamente a 9,61x e 9,18x, calcolato attraverso la ponderazione del margine operativo lordo dell'Area *Care* con quello della controllata Delta Med, non considerando Icos Impianti Group e AHF.

Gli Amministratori hanno indicato le risultanze derivanti dall'utilizzo di tale metodo di controllo, dalle quali emerge che il valore del capitale economico del Gruppo al 30 novembre 2011 risulta anch'esso negativo, pur tenendo conto dei possibili benefici rivenienti dallo stralcio dei creditori ipotizzato nella domanda di Concordato Preventivo, secondo le medesime modalità descritte a corredo del metodo DCF.

Nell'ipotesi di esclusione del diritto di opzione ai sensi dell'art 2441, quinto comma, del Codice Civile, il sesto comma del medesimo articolo statuisce che il prezzo di emissione delle azioni sia determinato dagli Amministratori “*in base al valore del patrimonio netto, tenendo conto, per le azioni quotate in borsa, anche dell'andamento delle quotazioni dell'ultimo semestre*”. Relativamente a tale aspetto gli Amministratori nella loro Relazione hanno valutato anche l'andamento delle quotazioni dell'ultimo semestre conformemente al disposto art. 2441 c.c.

In particolare, gli Amministratori hanno analizzato l'andamento della quotazione del titolo Arkimedica nel corso degli ultimi sei mesi, rilevando che il medesimo ha subito una serie di “*shock informativi*” che hanno determinato una forte volatilità (la volatilità del titolo Arkimedica risulta pari al 141% rispetto a quella media delle *small cap* pari 54% circa nei sei mesi antecedenti al 31 dicembre 2011). In particolare, il Consiglio di Amministrazione riferisce che un andamento anomalo si è verificato successivamente alla cessione da parte del fondo mobiliare chiuso Cape Natixis Private Equity Fund delle azioni direttamente possedute in Arkimedica, pari al 6,6% circa, in favore di MPS Capital Service S.p.A. e Banco Popolare Soc. Coop., in parti uguali, ad un controvalore pari al prezzo medio ponderato registrato dalle azioni Arkimedica sul mercato alla data del 15 settembre 2011, ma senza pagamento del corrispettivo bensì tramite compensazione.

Inoltre gli Amministratori, al fine di meglio comprendere il rapporto tra l'andamento del corso di Borsa del titolo della Società negli ultimi mesi e l'effettivo valore del capitale economico della stessa, hanno riferito di aver effettuato un'analisi di raffronto tra la quotazione del titolo Arkimedica e le quotazioni di Borsa di un campione di realtà quotate (e.g. Alitalia, IT Holding e Mariella Burani Fashion Group) (“Campione Significativo”) nel corso dei sei mesi antecedenti la dichiarazione dello stato di insolvenza e la successiva conseguente sospensione definitiva dei titoli in seguito all'ammissione delle stesse a procedure di Amministrazione Straordinaria (e.g. c.d. “Legge Marzano” e “Prodi-bis”).

Gli Amministratori sottolineano che, nonostante il perdurare di una situazione di crisi che ha reso necessario il ricorso ad una procedura di Amministrazione Straordinaria, i prezzi medi ufficiali di quotazione delle azioni del Campione Significativo nei sei mesi antecedenti la sospensione definitiva dei titoli dalle contrattazioni hanno mantenuto un andamento non rappresentativo dell'effettivo valore del capitale economico delle società, attribuendo cioè alle azioni un valore ingiustificato alla luce della certezza di perdere completamente il proprio interesse patrimoniale da parte dell'azionista. Gli Amministratori continuano indicando che, in queste situazioni, nonostante l'ampia informativa della situazione di crisi irreversibile, il mercato azionario sembra dunque ignorare, per carenza di strumenti interpretativi o per puro intento speculativo di brevissimo termine, la perdita completa del valore dell'azione che da tale situazione ne deriverà con certezza.

Pertanto, in considerazione di quanto descritto e in particolare alla luce dell'elevato grado di comparabilità sia tra l'andamento del titolo Arkimedica e quello delle azioni del Campione Significativo, sia tra la situazione di Arkimedica e quella in cui versavano le società del Campione Significativo in merito alla dichiarazione dello stato di insolvenza delle stesse e la mancata sospensione della quotazione dei titoli azionari, il Consiglio di Amministrazione ha reputato che il corso di Borsa degli ultimi sei mesi non sia rappresentativo dell'effettivo valore corrente della Società. In particolare, gli Amministratori hanno tenuto conto della volatilità del titolo, dell'esigua capitalizzazione e delle caratteristiche del mercato che ha operato sulle azioni di Arkimedica in base a logiche di tipo speculativo.

Inoltre, gli Amministratori hanno ritenuto che il loro processo valutativo potesse prescindere dalla metodologia di borsa anche in considerazione del fatto che l'ingresso nel capitale sociale degli Investitori a sostegno della Società rappresenta il presupposto essenziale per il risanamento della stessa e per la salvaguardia dell'operatività corrente, anche attraverso l'ottenimento di nuova finanza da parte degli istituti di credito. Gli Amministratori hanno pertanto considerato prevalente l'interesse a ricercare sul mercato le nuove risorse finanziarie necessarie al superamento dell'attuale stato di crisi di Arkimedica, anche attraverso l'omologa della procedura di Concordato Preventivo attualmente in essere.

Alla luce di quanto sopra esposto, gli Amministratori nella loro Relazione indicano di ritenere che il valore economico negativo di Arkimedica calcolato attraverso l'utilizzo del metodo principale del DCF e del metodo di controllo dei multipli, sopra evidenziati, rifletta l'effettivo valore (negativo) della Società più correttamente rispetto ai corsi di Borsa del titolo Arkimedica nel corso degli ultimi sei mesi. Inoltre, gli stessi richiamano quanto indicato all'interno della pubblicazione "*Linee guida per le valutazioni economiche*", nella quale viene sottolineato che "*[...] per sua natura un prezzo di emissione è sempre un prezzo di offerta ai potenziali sottoscrittori, che deve tenere conto [...] da un lato del valore economico del capitale della società di cui trattasi e dall'altro della disponibilità dei destinatari dell'offerta a riconoscere quel valore*".

In particolare, in base a quest'ultima considerazione, il Consiglio di Amministrazione dichiara nella Relazione di non aver potuto non tener conto che le disponibilità degli Investitori alla sottoscrizione del capitale sociale presuppone il valore di emissione delle nuove azioni di euro 0,80 per azione. I medesimi amministratori affermano inoltre di non avere potuto non tener conto della disponibilità, richiamata al precedente paragrafo 2, di una quota significativa di Obbligazionisti ad esprimere voto favorevole sulla proposta di Concordato Preventivo sopra illustrata, che include anche l'Aumento di Capitale al Servizio della Conversione del POC 2007-2012 al medesimo prezzo di emissione delle nuove azioni sopracitato.

Pertanto, gli Amministratori, considerando che l'ingresso degli Investitori attraverso l'Aumento di Capitale Riservato agli Investitori rappresenta un presupposto essenziale per il processo di ristrutturazione aziendale e per la procedura di Concordato Preventivo stessa, e che la disponibilità da parte degli stessi Investitori ad effettuare l'Aumento di Capitale prevede che il prezzo di sottoscrizione per le azioni da emettere sia pari a euro 0,80 per azione, ha ritenuto, supportato anche dalle valutazioni effettuate che evidenziano un valore per azione *pre-money* di Arkimedica negativo, che il prezzo di emissione delle nuove azioni, viste le motivazioni indicate nella Relazione, sia congruo e non pregiudizievole per gli attuali azionisti della Società.

Allo stesso modo, il Consiglio di Amministrazione ha considerato congruo e non pregiudizievole il valore di emissione delle nuove azioni dell'Aumento di Capitale al Servizio della Conversione del POC 2007-2012, pari a euro 0,8 per azione, in quanto rappresenta anch'esso un presupposto essenziale per il processo di ristrutturazione aziendale e per la procedura di Concordato Preventivo.

## **5.2 La determinazione da parte degli Amministratori dei prezzi di emissione nell'ambito dell'Aumento di Capitale al Servizio del Nuovo POC, dell'Aumento di Capitale al Servizio dei Warrant A e dell'Aumento di Capitale al Servizio dei Warrant B.**

Per quanto riguarda la determinazione da parte degli Amministratori del prezzo di emissione delle azioni nell'ambito dell'Aumento di Capitale al Servizio dei Warrant A, la Relazione ribadisce che l'operazione di Aumento di Capitale Riservato agli Investitori attraverso l'ingresso degli stessi rappresenta un presupposto essenziale per la continuità operativa del Gruppo. In particolare, gli Amministratori, valutando l'unitarietà dell'operazione, hanno attribuito alle azioni ordinarie di Arkimedica che saranno emesse al servizio dei Warrant A un valore intrinseco di euro 0,88 ciascuna, prezzo che incorpora pertanto un premio del 10% rispetto a quello fissato nell'ambito dell'Aumento di Capitale Riservato agli Investitori. A titolo informativo, gli Amministratori riferiscono di avere applicato, al fine di indicare il presumibile valore dei Warrant A, il metodo di *Black – Scholes*, che porterebbe ad una determinazione del prezzo dei Warrant A pari a euro 0,66.

In merito alla determinazione del prezzo di emissione delle azioni nell'ambito dell'Aumento di Capitale al Servizio del Nuovo POC, gli Amministratori hanno ritenuto opportuno, in particolare valutando l'unitarietà dell'operazione e il fatto che la stessa rappresenti un presupposto essenziale per la continuità operativa del Gruppo, attribuire alle azioni ordinarie di Arkimedica che saranno emesse al servizio del Nuovo POC un valore intrinseco di euro 1,4 ciascuna, prezzo che incorpora pertanto un premio del 75% rispetto a quello individuato nell'ambito dell'Aumento di Capitale Riservato agli Investitori e dell'Aumento di Capitale al Servizio della Conversione del POC 2007-2012.

Infine, gli Amministratori, al fine di determinare il valore delle azioni ordinarie di Arkimedica che saranno emesse al servizio dei Warrant B, hanno ritenuto opportuno, anche in considerazione della finalità contro-diluitiva degli stessi Warrant B per gli Investitori in seguito alla potenziale totale conversione del Nuovo POC, assegnare un valore corrispondente al prezzo di esercizio del Nuovo POC stesso, pari a euro 1,40 per azione, che incorpora pertanto un premio pari al 75% rispetto all'Aumento di Capitale Riservato agli Investitori come descritto in precedenza.

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

Nella Relazione non vengono evidenziate particolari difficoltà incontrate dagli Amministratori nelle valutazioni di cui al punto precedente.

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

Come riportato nella Relazione degli Amministratori i prezzi di emissione delle azioni nell'ambito degli Aumenti di Capitale risultano essere:

- pari ad euro 0,8 per l'Aumento di Capitale Riservato agli Investitori e l'Aumento di Capitale al Servizio della Conversione del POC 2007-2012, sulla base delle scelte metodologiche descritte nel precedente paragrafo 5.1;
- pari ad euro 0,88 per l'Aumento di Capitale al Servizio dei *Warrant A*;
- pari ad euro 1,4 per l'Aumento di Capitale al Servizio del Nuovo POC e l'Aumento di Capitale al Servizio dei *Warrant B*.

## **8. LAVORO SVOLTO**

Ai fini dell'espletamento del nostro incarico, abbiamo:

- esaminato, per le finalità di cui al presente parere, lo statuto della Società;
- esaminato il verbale del Consiglio di Amministrazione della Società datato 16 gennaio 2012;
- svolto una lettura critica della Relazione degli Amministratori;
- esaminato la documentazione resa disponibile con riferimento al Concordato Preventivo e, in particolare, il Ricorso *ex art. 160* Legge Fallimentare e la relazione del professionista Dott. Spada *ex art. 161*, terzo comma, Legge Fallimentare;
- riscontrato la sussistenza delle proposte di investimento formulate dagli Investitori e dalla società fiduciaria Fidor S.p.A., senza effettuare alcuna valutazione nel merito;
- esaminato le lettere datate 19 ottobre 2011 e 25 ottobre 2011 inviate alla Società rispettivamente da Unipol Merchant – Banca per le Imprese S.p.A. e Centrobanca – Banca di Credito Finanziario e Mobiliare S.p.A.;
- svolto discussioni con gli Amministratori al fine di comprendere la situazione della Società al momento della presentazione del Concordato Preventivo e la situazione in essere alla data della presente relazione;
- analizzato, sulla base di discussioni con gli Amministratori, il lavoro da loro svolto per l'individuazione dei criteri di determinazione dei prezzi 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 dei prezzi di emissione delle azioni;
- considerato gli elementi necessari ad accertare che tali metodi fossero tecnicamente idonei, nelle specifiche circostanze, a determinare i prezzi di emissione delle nuove azioni;
- effettuato verifiche sull'andamento delle quotazioni di borsa della Società nei sei mesi antecedenti il 30 dicembre 2011;
- verificato la coerenza dei dati utilizzati dagli Amministratori con le fonti di riferimento nonché, la correttezza matematica del calcolo dei prezzi di emissione delle azioni effettuato mediante l'applicazione dei metodi di valutazione adottati dal Consiglio di Amministrazione;
- svolto autonome analisi di sensibilità, nell'ambito dei metodi di valutazione del DCF e dei multipli di mercato adottati dal Consiglio di Amministrazione per la valutazione della Società, con l'obiettivo di verificare quanto i risultati possano essere influenzati da variazioni nelle ipotesi e nei parametri assunti;
- effettuato una selezione di operazioni aventi natura e caratteristiche simili al fine di individuare eventuali elementi di raffronto che potessero risultare utili, nelle specifiche circostanze, per le finalità dell'incarico;
- discusso con il *management* di Arkimedica, ferme restando le incertezze ed i limiti connessi ad ogni tipo di elaborazione previsionale, il Piano Industriale allo scopo di verificare la ragionevolezza delle assunzioni su cui si fonda;
- raccolto, attraverso colloqui con la Direzione della Società, informazioni circa gli eventi verificatisi dopo la predisposizione del Piano Industriale, 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 DEI PREZZI DI EMISSIONE DELLE AZIONI**

### **9.1 Premessa**

In via preliminare, è opportuno ricordare nuovamente che oggetto della presente relazione sono, nell'ambito della complessa operazione sinteticamente ricordata al precedente paragrafo 2, l'Aumento di Capitale al Servizio della Conversione del POC 2007-2012, l'Aumento di Capitale al Servizio del Nuovo POC, l'Aumento di Capitale Riservato agli Investitori, l'Aumento di Capitale al Servizio dei Warrant A e l'Aumento di Capitale al Servizio dei Warrant B (complessivamente, gli "Aumenti di Capitale"), 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 si inquadra nell'ambito della già ricordata proposta di Concordato Preventivo ai sensi degli artt. 160 e seguenti della Legge Fallimentare, finalizzata al riequilibrio della situazione economico-patrimoniale della Società e alla ristrutturazione della posizione debitoria, anche attraverso l'Aumento di Capitale Complessivo descritto al precedente paragrafo 2.

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 dei differenti prezzi di emissione delle azioni nell'ambito degli aumenti di capitale medesimi.

Esprimiamo di seguito le nostre considerazioni esclusivamente sulla congruità dei prezzi di emissione delle azioni nell'ambito degli Aumenti di Capitale, vale a dire sull'adeguatezza, in termini di ragionevolezza e non arbitrarietà, dei metodi adottati dal Consiglio di Amministrazione nel proprio procedimento valutativo, nonché sulla loro corretta applicazione. 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 Arkimedica, 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 delle intese intervenute con i vari soggetti interessati dalle operazioni indicate nel precedente paragrafo 2 e della componente negoziale che ha caratterizzato la struttura complessiva dell'operazione. Ciò esclusivamente 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 al Servizio della Conversione del POC 2007-2012 e dell'Aumento di Capitale Riservato agli Investitori.**

#### ***9.2.1 Determinazione del capitale economico di Arkimedica 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 Arkimedica è stata anzitutto effettuata dagli Amministratori per le finalità dell’Aumento di Capitale al Servizio della Conversione del POC 2007-2012 e dell’Aumento di Capitale Riservato agli Investitori e, avuto riguardo alle peculiari caratteristiche della stessa, seguendo approcci largamente condivisi dalla prassi professionale in sede di valutazione di società industriali (*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 internazionale e rientra tra i metodi basati sui flussi di cassa prospettici, riconosciuti dalla migliore dottrina. 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.

In particolare, ai fini della determinazione del tasso da impiegare per l’attualizzazione dei flussi di cassa prospettici nell’ambito del metodo DCF, gli Amministratori hanno fatto riferimento al costo medio ponderato del capitale (“WACC”), stimato come la media ponderata del costo medio del capitale di rischio e del costo del debito del Gruppo. Il costo del capitale proprio è stato determinato dagli Amministratori con il metodo del *Capital Asset Pricing Model*. Nell’applicazione di tale metodo, con riferimento al cosiddetto coefficiente *Beta*, gli Amministratori hanno ritenuto di rettificare, attraverso la formula di Hamada, il valore di sintesi di *Beta unlevered* medio per il settore *Healthcare Services* in Europa, in funzione del rapporto di indebitamento sul patrimonio del Gruppo Arkimedica. Le scelte effettuate dagli Amministratori al riguardo risultano, nelle circostanze, adeguatamente motivate e ragionevoli.

Le analisi di sensitività da noi autonomamente elaborate per valutare il possibile impatto di variazioni nelle differenti ipotesi e nei parametri assunti nell’ambito del metodo di valutazione DCF, nonché l’analisi sull’accuratezza, anche matematica, dell’applicazione di tale metodologia, confermano la ragionevolezza e non arbitrarietà dei risultati raggiunti dagli Amministratori nella determinazione di un valore negativo del capitale economico di Arkimedica.

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 all’applicazione della metodologia dei multipli di mercato, la Relazione degli Amministratori evidenzia l’iter seguito dagli stessi per addivenire alla determinazione del *panel* delle società confrontabili ai fini della rilevazione dei moltiplicatori, nonché i risultati delle relative analisi. In particolare, gli Amministratori, nella determinazione del *panel* di società confrontabili, hanno rilevato che non sono presenti sul mercato italiano informazioni su un campione di società quotate ritenute comparabili, in particolare considerando le specificità della Società in termini di aree di attività e *business model* in seguito al processo di razionalizzazione e ristrutturazione del Gruppo. Pertanto, gli Amministratori hanno individuato alcuni gruppi internazionali che, per macro settore di riferimento e *business model*, sono stati ritenuti comparabili rispetto al Gruppo Arkimedica (Smith Group, Becton Dickinson e Fresenius con riferimento al settore *medical devices*, Korian e Orpea relativamente al settore *care*).

Inoltre, gli Amministratori hanno esplicitato nella loro Relazione l'*iter* logico seguito nella stima del moltiplicatore medio ponderato di mercato successivamente applicato all'EBITDA consolidato 2011 e 2012, non inclusivo degli EBITDA di Icos Impianti Group e AHF, calcolato rispettivamente in 9,61 e 9,18, mentre non hanno ritenuto di applicare ad esso uno sconto, pur in presenza di elementi di disomogeneità esistenti tra Arkimedica e il *panel* di aziende comparabili selezionate, quali la dimensione sensibilmente più rilevante delle realtà considerate rispetto alla società oggetto di valutazione, nonché il livello di maggiore liquidità delle azioni delle società comparabili, in quanto tale sconto avrebbe portato a risultati della valutazione ulteriormente ridotti. Le analisi di sensitività e gli autonomi spunti valutativi da noi sviluppati, anche sulla base della documentazione messa a nostra disposizione dagli Amministratori, confermano peraltro, nelle circostanze e per le finalità di cui al presente parere, la ragionevolezza delle scelte metodologiche effettuate dagli Amministratori in relazione alla costruzione ed applicazione del metodo valutativo prescelto, che appaiono ragionevoli ed in linea con i principi espressi dalla dottrina.

Alla luce di quanto sopra, le conclusioni raggiunte dagli Amministratori, secondo cui l'applicazione del metodo di controllo dei multipli di mercato conferma il valore negativo del capitale economico di Arkimedica risultante dall'applicazione della metodologia principale DCF, appaiono nelle circostanze ragionevoli e non arbitrarie.

#### **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 indicato dall'articolo 2441, sesto comma, del Codice Civile. Infatti, gli Amministratori, all'esito di analisi il cui *iter* logico è stato ampiamente illustrato nell'ambito della Relazione, hanno ritenuto che una valutazione basata sull'andamento delle quotazioni di borsa non fosse rappresentativa dell'effettivo valore del capitale economico della Società.

Le quotazioni di borsa rappresentano un parametro normalmente utilizzato per la valutazione di società quotate. Infatti, le quotazioni di borsa esprimono, di regola, il valore attribuito dal mercato alle azioni oggetto di trattazione e, conseguentemente, forniscono 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. In effetti, il riferimento ai corsi di borsa è comunemente accettato sia a livello nazionale che internazionale ed è costantemente utilizzato nella prassi professionale, ove si tratti di società con azioni quotate in mercati regolamentati. Il riferimento ai corsi di borsa trova conforto anche nel disposto del sesto comma dell'art. 2441 del Codice Civile.

Come ampiamente riconosciuto dalla prassi valutativa e dalla dottrina, peraltro, i valori delle quotazioni di borsa costituiscono un punto di riferimento più o meno significativo anche in considerazione delle specifiche caratteristiche del titolo.

Sotto un primo profilo tecnico, gli Amministratori forniscono motivazioni circa la scelta di escludere la metodologia delle quotazioni di borsa anzitutto sulla base delle peculiari caratteristiche delle azioni Arkimedica, con particolare riferimento alla significativa volatilità presentata dal titolo nell'ultimo semestre dell'anno 2011, pari a circa il 141%, rispetto a quella media del settore borsistico di riferimento delle *small cap*, che è risultata pari a circa il 54%. Gli Amministratori indicano che tale eccezionale volatilità sarebbe stata determinata da una serie di "shock informativi" che hanno interessato i corsi del titolo negli ultimi mesi. In particolare, come evidenziato dagli Amministratori, i corsi delle azioni Arkimedica hanno fatto registrare un andamento anomalo nel periodo successivo alla cessione da parte del fondo mobiliare chiuso Cape Natixis Private Equity Fund delle azioni direttamente possedute in Arkimedica, comunicata al mercato il 16 settembre 2011.

Le valutazioni degli Amministratori in ordine alle caratteristiche di volatilità del titolo Arkimedica nell'arco temporale preso in esame, considerate nel loro complesso e tenuto conto sia della esigua capitalizzazione della società che della peculiare situazione in cui i medesimi si trovano ad effettuare le loro considerazioni, appaiono accettabili e risultano supportate dalle verifiche da noi elaborate in via autonoma.

Sotto un secondo profilo di carattere tecnico, ad ulteriore supporto delle indicazioni fornite dall'analisi delle peculiarità del titolo Arkimedica, gli Amministratori hanno ritenuto di svolgere verifiche anche in relazione alle caratteristiche del mercato che essi ritengono abbia operato sulle azioni Arkimedica negli ultimi mesi.

In particolare, gli Amministratori hanno sviluppato una analisi di raffronto tra la quotazione del titolo Arkimedica e le quotazioni di borsa di un campione di società quotate nel corso dei sei mesi antecedenti la dichiarazione dello stato di insolvenza e la successiva conseguente sospensione definitiva dei titoli in seguito all'ammissione delle stesse a procedure concorsuali. Da tale analisi è emerso che, nonostante il perdurare di una situazione di crisi che ha reso necessario il ricorso ad una procedura concorsuale, i prezzi medi ufficiali di quotazione delle azioni del campione selezionato nei sei mesi antecedenti la sospensione definitiva dei titoli hanno mantenuto un andamento non rappresentativo dell'effettivo valore del capitale economico delle Società. Secondo gli Amministratori, in situazioni quali quelle in esame, nonostante l'ampia informativa in ordine alla situazione di crisi irreversibile, il mercato azionario sembra comunque ignorare, per carenza di strumenti interpretativi o per puro intento speculativo di brevissimo termine, la perdita del valore dell'azione conseguente a tale situazione di crisi.

Nelle circostanze, il disallineamento tra il valore corrente negativo della Società riveniente dall'applicazione sia di una metodologia indiretta, che si basa sulle grandezze fondamentali dell'azienda, quale il metodo DCF, sia da una metodologia diretta o di mercato, quale quella dei multipli (cfr. precedente paragrafo 9.2.1), da un lato, e la capitalizzazione media di borsa del titolo Arkimedica, dall'altro lato, possono trovare giustificazione nel fatto che il prezzo di borsa incorpora, in linea di principio, per sua natura, anche le aspettative degli investitori in ordine ad una data società, non necessariamente razionali e coerenti con le informazioni disponibili al mercato anche con riguardo alla procedura concordataria in corso.

Il riferimento ai corsi di borsa del titolo, diversamente dal valore risultante dall'applicazione delle metodologie del DCF e dei multipli di mercato, ragionevolmente non pare quindi recepire appieno l'effettiva situazione di crisi in cui versa la Società conseguente, nelle specifiche circostanze, all'andamento della gestione operativa ed alla insostenibilità del debito sia di natura commerciale che finanziaria ed al persistere delle condizioni di cui all'art. 2447 del Codice Civile. Si tratta di circostanze che, secondo quanto riferito dagli Amministratori, in assenza dell'omologazione del Concordato Preventivo e dell'implementazione delle misure e delle operazioni ivi previste, non consentirebbero alla Società di continuare ad 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 Arkimedica, la decisione degli Amministratori di escludere il riferimento ai corsi di borsa appare adeguatamente motivata e comunque accettabile.

Da ultimo, gli Amministratori nella loro Relazione forniscono anche le seguenti motivazioni: *“Si ritiene pertanto che il corso di Borsa degli ultimi sei mesi non sia adeguatamente espressivo e che pertanto il processo valutativo possa prescindere da esso, soprattutto considerando che l'ingresso nel capitale sociale dei Nuovi Investitori a sostegno della Società rappresenta il presupposto essenziale per il risanamento della stessa e per la salvaguardia dell'operatività corrente anche attraverso l'ottenimento di nuova finanza da parte degli istituti di credito; è stato infatti considerato prevalente l'interesse a ricercare sul mercato le nuove risorse finanziarie necessarie al superamento dell'attuale stato di crisi di Arkimedica, anche attraverso l'omologa della procedura di concordato preventivo attualmente in essere”*. Sotto tale profilo, le motivazioni proposte dagli Amministratori nella loro Relazione, che inquadrano la scelta effettuata alla luce dell'attuale contesto societario e dell'impellente necessità della Società di reperire nuovi investitori, indicato dagli Amministratori quale presupposto essenziale per il risanamento e la salvaguardia dell'attività corrente, non pertengono al profilo della congruità del prezzo di emissione, oggetto esclusivo del presente parere. Esse attengono piuttosto a tematiche di opportunità e convenienza dell'operazione la cui valutazione, come sopra ricordato, spetta esclusivamente agli azionisti ed esula completamente dall'attività demandata nel caso di specie alla società di revisione. Le considerazioni svolte dagli Amministratori al riguardo non sono rilevanti ai fini specifici dell'espressione di un giudizio di congruità da parte della società di revisione.

### **9.2.3 Considerazioni in ordine alla determinazione in euro 0,8 del prezzo di emissione delle azioni nell'ambito dell'Aumento di Capitale al Servizio della Conversione del POC 2007-2012 e dell'Aumento di Capitale Riservato agli Investitori**

Gli Amministratori, alla luce delle valutazioni effettuate che evidenziano un valore per azione *pre-money* di Arkimedica negativo, riferiscono di avere determinato in euro 0,8 il prezzo dell'Aumento di Capitale Riservato agli Investitori in considerazione della disponibilità da parte degli Investitori a sottoscrivere le nuove azioni solo a tale prezzo e del fatto che la sottoscrizione da parte degli stessi di tale aumento di capitale rappresenta un presupposto essenziale per il processo di ristrutturazione aziendale e per la procedura di Concordato Preventivo.

Tale scelta del Consiglio di Amministrazione, tenuto conto del procedimento valutativo sopra richiamato e dei risultati raggiunti, nonché della componente negoziale richiamata dagli Amministratori nella Relazione che ha caratterizzato la struttura complessiva dell'operazione, è da ritenersi ragionevole nell'ottica degli azionisti esclusi dal diritto d'opzione in quanto il prezzo di euro 0,8 risulta superiore al valore economico per azione risultante dall'applicazione delle metodologie adottate dal Consiglio di Amministrazione.

La decisione del Consiglio di Amministrazione di utilizzare il medesimo prezzo di emissione di euro 0,8 anche nell'ambito dell'Aumento di Capitale al Servizio della Conversione del POC 2007-2012 è motivata dagli Amministratori in quanto rappresenta anch'esso un presupposto essenziale per il processo di ristrutturazione aziendale, nonché con la necessità di tenere conto della disponibilità già manifestata da una quota significativa di Obbligazionisti ad esprimere voto favorevole sulla proposta di Concordato Preventivo e, quindi, anche sull'aumento di capitale in questione.

Tale decisione, nelle circostanze, appare coerente ed è da ritenersi anch'essa accettabile poiché l'Aumento di Capitale Riservato agli Investitori e l'Aumento di Capitale al Servizio della Conversione del POC 2007-2012 sono destinati a trovare esecuzione in via contestuale, secondo quanto riferito dagli stessi Amministratori, in un momento immediatamente successivo al deposito del decreto di omologa del Concordato Preventivo. La contestualità dell'esecuzione dei due aumenti di capitale e di assegnazione delle relative azioni agli Investitori, da un lato, e agli Obbligazionisti, dall'altro lato, conferma dunque la ragionevolezza della fissazione di un eguale prezzo di emissione nell'ambito delle due operazioni.

### **9.3 Commenti in ordine alla determinazione da parte degli Amministratori dei prezzi di emissione nell'ambito dell'Aumento di Capitale al Servizio del Nuovo POC, dell'Aumento di Capitale al Servizio dei *Warrant A* e dell'Aumento di Capitale al Servizio dei *Warrant B*.**

Come sopra rilevato al paragrafo 5.2, nell'ambito dell'Aumento di Capitale al Servizio del Nuovo POC, dell'Aumento di Capitale al Servizio dei *Warrant A* e dell'Aumento di Capitale al Servizio dei *Warrant B* (di seguito, congiuntamente, anche gli "Aumenti di Capitale per le Azioni di Compendio"), gli Amministratori hanno ritenuto di determinare prezzi puntuali di emissione pari rispettivamente a: (i) euro 1,4 per le azioni di compendio da emettersi al servizio della conversione delle obbligazioni del Nuovo POC; (ii) euro 0,88 per le azioni di compendio da emettersi al servizio dell'esercizio dei *Warrant A*; (iii) euro 1,4 per le azioni di compendio da emettersi al servizio dell'esercizio dei *Warrant B*.

Il Consiglio di Amministrazione riferisce che il prezzo di emissione delle azioni di compendio nell'ambito dell'Aumento di Capitale al Servizio dei *Warrant A* è stato determinato, considerata in particolare l'unitarietà dell'operazione, attribuendo un premio del 10% rispetto al prezzo di euro 0,8 individuato nell'ambito dell'Aumento di Capitale Riservato agli Investitori e dell'Aumento di Capitale al Servizio della Conversione del POC 2007 - 2012. A titolo informativo, gli Amministratori hanno sviluppato anche il metodo di *Black - Scholes* per il *pricing* delle opzioni, da cui emergerebbe un prezzo dei *Warrant A* pari a euro 0,66. Peraltro, all'interno della Relazione, non emergono le motivazioni alla base della scelta degli Amministratori di determinare nella misura del 10% il premio attribuito alle azioni di compendio nell'ambito dell'Aumento di Capitale al Servizio dei *Warrant A*.

Al fine di determinare il valore delle azioni di compendio che saranno emesse al servizio della conversione del Nuovo POC, gli Amministratori hanno ritenuto opportuno assegnare a tali azioni un prezzo pari a euro 1,4 per azione, che incorpora pertanto un premio del 75% rispetto al prezzo dai medesimi individuato nell'ambito dell'Aumento di Capitale Riservato agli Investitori e dell'Aumento di Capitale al Servizio della Conversione del POC 2007 - 2012. Peraltro, all'interno della Relazione, non emergono le motivazioni alla base della scelta degli Amministratori di determinare nella misura del 75% il premio attribuito alle azioni di compendio nell'ambito dell'Aumento di Capitale al Servizio del Nuovo POC.

Con riguardo infine alla determinazione del valore delle azioni di compendio che saranno emesse al servizio dei *Warrant B*, gli Amministratori hanno ritenuto di determinare il relativo prezzo di emissione in misura corrispondente al prezzo di emissione delle azioni di compendio nell'ambito dell'Aumento di Capitale al Servizio del Nuovo POC, pari a euro 1,4 per azione. Gli Amministratori motivano la scelta di fissare un prezzo identico per le azioni di compendio al servizio del Nuovo POC e quelle al servizio dei *Warrant B* in considerazione della finalità contro-diluitiva dei *Warrant B* per gli Investitori in seguito alla potenziale totale conversione del Nuovo POC. In sostanza, qualora, per effetto dell'andamento dei corsi di borsa del titolo Arkimedica nei prossimi mesi, le obbligazioni del Nuovo POC divenissero *in the money*, diverrebbero tali anche i *Warrant B*, consentendo agli Investitori di compensare gli effetti diluitivi della conversione del Nuovo POC. Anche in questo caso, peraltro, non sono rinvenibili all'interno della Relazione motivazioni alla base della scelta degli Amministratori di determinare in euro 1,4 il prezzo di emissione e nel 75% il premio attribuito rispetto al prezzo dell'Aumento di Capitale Riservato agli Investitori e dell'Aumento di Capitale al Servizio della Conversione del POC 2007 - 2012.

All'interno della Relazione, non vengono forniti dagli Amministratori ulteriori elementi idonei a supportare più specificamente la quantificazione dei premi, anche eventualmente sulla base di prassi di mercato. Nell'ambito delle verifiche da noi autonomamente svolte attraverso la selezione di recenti operazioni riscontrabili nel mercato azionario italiano aventi natura e caratteristiche simili, vale a dire aumenti di capitale con esclusione del diritto di opzione caratterizzati da un arco temporale di esecuzione protratto nel tempo, non sono emersi utili elementi di raffronto.

Ferme restando le considerazioni sopra svolte in ordine alle carenze della Relazione sotto il profilo delle motivazioni che hanno guidato la determinazione dei premi da parte degli Amministratori, occorre peraltro soffermarsi sulla scelta metodologica di avvalersi di prezzi già fissati in sede di deliberazione assembleare di aumento di capitale.

Gli Amministratori evidenziano al riguardo nella loro Relazione che l'emissione dei *Warrant A* e dei *Warrant B* si propone di consentire agli Investitori, *“a fronte del rischio assunto oggi nell'investire proprio capitale nell'Emittente, di poter beneficiare di eventuali futuri incrementi di valore della Società. I Warrant sono infatti inscindibilmente collegati all'acquisto derivante dalla liberazione dell'Aumento di Capitale Riservato e all'operazione di ricapitalizzazione della Società”*.

In considerazione di quanto sopra, si evince che la scelta del Consiglio di Amministrazione di Arkimedica di individuare prezzi puntuali e non esclusivamente un criterio di determinazione del prezzo di emissione delle nuove azioni da applicarsi al momento dell'esecuzione delle singole *tranche* degli aumenti, anche eventualmente sulla base di medie di corsi di borsa in un arco temporale ritenuto adeguato e comunque più prossimo a tali date, è stata sostanzialmente determinata dalle caratteristiche della proposta degli Investitori e dalla loro disponibilità ad investire nella Società solo a quelle condizioni.

Nel caso di specie, peraltro, deve essere sottolineato che l'ampio lasso temporale intercorrente tra la data di fissazione dei prezzi di emissione e la possibile esecuzione dell'Aumento di Capitale al Servizio del Nuovo POC (sino al 15 ottobre 2016), dell'Aumento di Capitale al Servizio dei *Warrant A* (in qualsiasi momento nei 42 mesi successivi all'omologa del Concordato Preventivo) e dell'Aumento di Capitale al Servizio dei *Warrant B* (successivamente alla scadenza del periodo di esercizio dei *Warrant A* e sino al 31 ottobre 2016) costituisce un'oggettiva incertezza nello svolgimento del nostro incarico.

In effetti, i prezzi di emissione già oggi definitivamente fissati, che alla data odierna potrebbero in linea di principio risultare congrui in quanto entrambi superiori al valore di euro 0,8 fissato nell'ambito dell'Aumento di Capitale al Servizio della Conversione del POC 2007-2012 e per l'Aumento di Capitale Riservato agli Investitori, potrebbero discostarsi anche significativamente dal valore economico della Società alle date di esercizio della facoltà di conversione delle obbligazioni del Nuovo POC, nonché di esercizio dei *Warrant A* e dei *Warrant B*. Tali scostamenti potrebbero verificarsi in conseguenza dell'implementazione del piano di risanamento a seguito dell'omologazione del Concordato Preventivo, nonché in relazione all'andamento dei mercati finanziari e delle prospettive economiche e finanziarie della Società e delle sue partecipate.

Pertanto, in relazione alle peculiarità degli Aumenti di Capitale per le Azioni di Compendio, che possono trovare esecuzione in una o più *tranches* in qualsiasi momento nel ben significativo arco temporale di quasi cinque anni, non disponiamo allo stato di idonei elementi per svolgere le considerazioni di nostra competenza in relazione alle determinazioni degli Amministratori circa l'Aumento di Capitale al Servizio dei *Warrant A*, l'Aumento di Capitale al Servizio del Nuovo POC e l'Aumento di Capitale al Servizio dei *Warrant B*.

Gli aspetti sopra commentati sono stati tenuti in opportuna considerazione ai fini dell'emissione del presente parere di congruità.

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

*i)* In merito alle principali difficoltà ed ai limiti incontrati nello svolgimento del nostro incarico, si segnala quanto segue.

Il contesto descritto al precedente paragrafo 2, nel quale l'Aumento di Capitale Complessivo è destinato ad inserirsi, pone inevitabili aspetti di complessità e incertezza nell'ambito di un processo di determinazione del possibile valore del capitale economico della Società e, conseguentemente, dei prezzi di emissione delle nuove azioni a servizio delle varie operazioni in cui si articola l'Aumento di Capitale Complessivo.



Le valutazioni effettuate dagli Amministratori sulla base della metodologia del DCF si basano su previsioni economico-patrimoniali desunte dal Piano Industriale. 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 al Servizio della Conversione del POC 2007-2012 ed all'Aumento di Capitale Riservato agli Investitori, 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, ha costituito un'oggettiva difficoltà nell'espletamento dell'incarico.

ii) Si evidenziano inoltre i seguenti aspetti di rilievo:

Nella Relazione degli Amministratori si evidenzia che la valutazione del capitale economico di Arkimedica dagli stessi effettuata è basata sul presupposto della continuità aziendale. A tale proposito, si rammenta che, nel bilancio consolidato semestrale abbreviato al 30 giugno 2011 del Gruppo Arkimedica, gli Amministratori hanno illustrato significative incertezze circa la capacità della Società di continuare ad operare sulla base di tale presupposto. Al riguardo, nella nostra relazione di revisione sul bilancio consolidato semestrale abbreviato al 30 giugno 2011 del Gruppo Arkimedica, emessa in data 29 agosto 2011, abbiamo rilevato che *“(i) le incertezze che caratterizzano le modalità di attuazione e l'esito delle azioni volte al raggiungimento del successo della Ristrutturazione Finanziaria del Gruppo sopra descritta, che peraltro non risultano ad oggi ancora avviate, (ii) le incertezze che caratterizzano l'effettivo raggiungimento dei risultati previsto nel Piano Industriale predisposto dagli Amministratori, (iii) le incertezze in merito alla chiusura del processo di dismissione della ex Divisione Contract e nello specifico alla liquidazione in bonis di Cla S.p.A., evidenzia[no] che il presupposto della continuità aziendale è soggetto a molteplici significative incertezze con possibili effetti cumulati rilevanti sul bilancio consolidato semestrale abbreviato del Gruppo Arkimedica al 30 giugno 2011”*. Alla luce di quanto sopra, abbiamo concluso che *“sulla base di quanto svolto, a causa degli effetti connessi alle rilevanti incertezze descritte nel precedente paragrafo 3., avuto riguardo a quanto indicato al precedente paragrafo 4., non siamo in grado di esprimerci sulla conformità del bilancio consolidato semestrale abbreviato del Gruppo Arkimedica al 30 giugno 2011 al principio contabile internazionale applicabile per l'informativa finanziaria infrannuale (IAS 34) adottato dall'Unione Europea”*.

Come segnalato al precedente paragrafo 3, oggetto del presente parere sono esclusivamente le nostre considerazioni, in termini di ragionevolezza e non arbitrarietà, delle metodologie adottate dagli Amministratori ai fini della determinazione dei prezzi di emissione delle azioni nell'ambito dell'Aumento di Capitale al Servizio della Conversione del POC 2007-2012, dell'Aumento di Capitale al Servizio del Nuovo POC, dell'Aumento di Capitale Riservato agli Investitori, dell'Aumento di Capitale al Servizio dei *Warrant A* e dell'Aumento di Capitale al Servizio dei *Warrant B*. Esula pertanto dall'oggetto della presente relazione qualsivoglia considerazione in ordine al contenuto, alle condizioni e ai presupposti della proposta di Concordato Preventivo e alla sua fattibilità, che sono stati oggetto della relazione del Professionista *ex art.* 161, terzo comma, Legge Fallimentare.

Gli Amministratori evidenziano altresì che, successivamente all'approvazione del Piano Industriale, la Società è stata contattata da diversi operatori, sia industriali sia finanziari, potenzialmente interessati ad un eventuale investimento nel capitale di Arkimedica. In particolare, il Consiglio di Amministrazione riferisce di avere ricevuto offerte, oltre che dagli Investitori, anche dalla società fiduciaria Fidor S.p.A. A tale riguardo, gli Amministratori esplicitano nella loro Relazione le ragioni per le quali hanno ritenuto più vantaggiosa l'offerta presentata dagli Investitori rispetto all'altra proposta pervenuta, nonché le motivazioni sottostanti la scelta di non procedere alla ricerca delle risorse necessarie per l'implementazione del Piano Industriale presso gli attuali soci, attraverso l'offerta in opzione ai medesimi soci delle azioni da emettersi nell'ambito della programmata operazione sul capitale. Esula ovviamente dall'oggetto del presente parere anche qualsivoglia considerazione in ordine alla opportunità e/o alla convenienza di tali scelte effettuate dall'organo amministrativo della Società.

Nella loro Relazione gli Amministratori sottolineano che l'Aumento di Capitale Complessivo deve intendersi condizionato, quanto alla sua efficacia, all'esecutività del provvedimento di omologazione della proposta di Concordato Preventivo. In effetti, come rilevato dagli stessi Amministratori, le proposte di aumento di capitale sottoposte alla prossima assemblea del 28 febbraio 2012 devono intendersi strumentali e propedeutiche all'implementazione del piano di risanamento esposto nella proposta di Concordato Preventivo e, in quanto tali, devono intendersi logicamente condizionate al buon esito di tale proposta. Le considerazioni svolte nella presente relazione presuppongono, pertanto, l'approvazione della proposta di Concordato Preventivo da parte dell'adunanza dei creditori prevista per il 5 marzo 2012 e la successiva omologazione del Concordato Preventivo medesimo da parte del Tribunale di Reggio Emilia.

La situazione patrimoniale al 30 novembre 2011 di Arkimedica evidenziava un patrimonio netto negativo per euro 5,3 milioni rilevante ai sensi dell'art. 2447 del Codice Civile e, solo con l'omologazione del Concordato Preventivo, la Società verrebbe a beneficiare di una esdebitazione tale da ricondurre il patrimonio netto ad un valore positivo, che gli Amministratori nella loro Relazione indicano in un importo di circa euro 20,6 milioni.

Gli Amministratori nella loro Relazione riferiscono che l'impegno degli Investitori a sottoscrivere l'Aumento di Capitale Riservato è subordinato all'avveramento, entro il 30 settembre 2012, delle seguenti condizioni: *a)* approvazione da parte dell'Assemblea dei soci di Arkimedica di tutte le delibere previste per l'attuazione della proposta di Concordato Preventivo; *b)* omologazione della proposta di Concordato Preventivo; *c)* esenzione dall'obbligo di promuovere un'offerta pubblica di acquisto ai sensi degli artt. 102 e 106 del TUIF alla sottoscrizione e alla liberazione dell'Aumento di Capitale Riservato.

Secondo quanto riferito dagli Amministratori al paragrafo N della loro Relazione, a seguito dell'integrale esercizio dei *Warrant A* gli Investitori verrebbero a detenere una partecipazione complessivamente pari al 52,8 % del capitale sociale.

Nel corso del 2009 è sorto un contenzioso tra Arkimedica e Sogespa Immobiliare S.p.A., società successivamente incorporata in Arkigest, uno dei due Investitori. Tale contenzioso ha ad oggetto un credito, pari ad euro 5,7 milioni, originatosi dal versamento a titolo di caparra confirmatoria per l'acquisto di una società proprietaria di una struttura adibita a residenza sanitaria assistenziale. Tale aspetto è stato oggetto di apposito richiamo d'informativa nell'ambito della nostra relazione di revisione sul bilancio consolidato semestrale abbreviato al 30 giugno 2011, laddove abbiamo segnalato che *“gli Amministratori di Arkimedica, pur ritenendo che tale vertenza possa presentare concreti margini di successo, come indicato dai propri consulenti legali, hanno provveduto ad effettuare una svalutazione pari ad euro 2,85 milioni al fine di allineare tale credito al presunto valore di realizzo, per le motivazioni indicate nelle note illustrative. Peraltro, l'integrale realizzo del soprammenzionato credito dipende dall'esito del contenzioso che, ad oggi, risulta incerto”*.

Dalla Relazione degli Amministratori non risultano vincoli di indisponibilità temporale per le azioni di nuova emissione, con conseguente piena facoltà dei sottoscrittori, a seguito della consegna da parte della Società delle nuove azioni emesse nell'ambito dell'Aumento di Capitale Complessivo, di negoziare immediatamente le suddette azioni sul mercato.

*iii*) Infine, si sottolinea quanto segue:

Per la determinazione dei prezzi di emissione delle azioni nell'ambito degli Aumenti di Capitale per le Azioni di Compendio, gli Amministratori hanno effettuato scelte che, alla luce delle oggettive e rilevanti limitazioni ed incertezze derivanti *(i)* dall'assenza di motivazioni in ordine alle modalità di determinazione dei premi attribuiti rispetto al prezzo dell'Aumento di Capitale Riservato agli Investitori, *(ii)* dall'impossibilità di reperire nella recente prassi di mercato utili elementi di raffronto in ordine alla quantificazione dei medesimi premi, nonché *(iii)* dalla fissazione di prezzi puntuali a fronte del significativo arco temporale in cui le relative operazioni potranno trovare esecuzione, il tutto come illustrato in maggior dettaglio al precedente paragrafo 9.3 (*“Commenti in ordine alla determinazione da parte degli Amministratori dei prezzi di emissione nell'ambito dell'Aumento di Capitale al Servizio del Nuovo POC, dell'Aumento di Capitale al Servizio dei Warrant A e dell'Aumento di Capitale al Servizio dei Warrant B”*), determinano l'impossibilità di esprimere le nostre conclusioni in merito alla ragionevolezza e non arbitrarietà, nelle circostanze, delle determinazioni adottate dagli Amministratori in relazione all'Aumento di Capitale al Servizio del Nuovo POC, all'Aumento di Capitale al Servizio dei *Warrant A* e all'Aumento di Capitale al Servizio dei *Warrant B*. Si ribadisce peraltro che le nostre conclusioni riguardano esclusivamente la congruità delle determinazioni degli Amministratori in ordine ai prezzi di emissione delle nuove azioni Arkimedica nell'ambito dell'Aumento di Capitale Complessivo e non anche i profili di opportunità e/o convenienza dell'operazione nel suo complesso, cui fanno anche riferimento gli Amministratori nella loro Relazione per motivare alcune delle scelte effettuate. Ogni valutazione in tema di opportunità e/o convenienza dell'operazione spetta agli azionisti della Società. L'impossibilità di esprimere le nostre conclusioni in ordine alle determinazioni degli Amministratori circa i prezzi di emissione delle azioni nell'ambito dell'Aumento di Capitale al Servizio del Nuovo POC, dell'Aumento di Capitale al Servizio dei *Warrant A* e dell'Aumento di Capitale al Servizio dei *Warrant B* non preclude le decisioni dell'assemblea circa l'opportunità e/o convenienza dell'operazione.

## 11. CONCLUSIONI

Tutto ciò premesso, sulla base della documentazione esaminata e delle procedure sopra indicate, e tenuto conto della natura e portata del nostro lavoro, così come riportato nel presente parere di congruità:

- (a) con riferimento al prezzo di emissione delle azioni nell'ambito dell'Aumento di Capitale al Servizio della Conversione del POC 2007 – 2012 e dell'Aumento di Capitale Riservato agli Investitori, fermo restando quanto sottolineato ai precedenti paragrafi 9.2 e 10, riteniamo che i criteri adottati dagli Amministratori ai fini della determinazione del prezzo di emissione pari a euro 0,8 siano adeguati, in quanto nelle circostanze ragionevoli e non arbitrari, e che siano stati correttamente applicati;
- (b) con riferimento al prezzo di emissione delle azioni di compendio nell'ambito dell'Aumento di Capitale al Servizio dei *Warrant A*, pari a euro 0,88, ed al prezzo di emissione delle azioni di compendio nell'ambito dell'Aumento di Capitale al Servizio del Nuovo POC e dell'Aumento di Capitale al Servizio dei *Warrant B*, pari a euro 1,4, alla luce di quanto sottolineato ai precedenti paragrafi 9.3 e 10, e in particolare al paragrafo 10(iii), non siamo in grado di esprimere le nostre conclusioni in merito all'adeguatezza, nelle circostanze, in termini di ragionevolezza e non arbitrarietà, dei criteri adottati dagli Amministratori ai fini della determinazione dei prezzi di emissione di dette azioni di compendio.

DELOITTE & TOUCHE S.p.A.



Domenico Farioli  
Socio

Bologna, 7 febbraio 2012