

Meridie S.p.A.

Relazione di stima ai sensi dell'art. 2343-ter Codice Civile del valore del credito vantato da MCM Holding S.p.A. nei confronti di Le Cottoniere S.p.A., oggetto di conferimento in Meridie S.p.A. a fronte di un possibile aumento di capitale riservato mediante conferimento di beni in natura

12 giugno 2014

INDICE

1. PREMESSA.....	3
1.1. Premessa.....	3
1.2. Oggetto e finalità dell’incarico.....	3
1.3. Documentazione utilizzata	5
2. IL CREDITO CONFERITO	6
2.1. Origine e caratteristiche del Credito	6
2.2. Breve descrizione del Progetto.....	7
3. METODOLOGIA DI VALUTAZIONE.....	8
4. SVILUPPO VALUTAZIONE E ASSUNZIONI.....	9
4.1. Flussi di cassa prospettici.....	9
4.2. Tasso di attualizzazione	10
4.3. Tasso di remunerazione del Progetto.....	11
4.4. Tasso di remunerazione del debito	12
5. CONCLUSIONI	15

ARCHÉ S.R.L.
FORO BUONAPARTE, 12 - 20121 MILANO - ITALIA
PH +39.02.88892.1 - FX +39.02.88892.200
INFO@ARCHEADVISOR.COM - WWW.ARCHÉADVISOR.COM

COD. FISCALE, PARTITA I.V.A. E REG. IMP. MILANO 04571040965
CAPITALE SOCIALE € 110.000 I.V. - R.E.A. N. 1757471

1. PREMESSA

1.1. Premessa

In data 27 maggio 2014 il Consiglio di Amministrazione di Meridie S.p.A. (di seguito "Meridie"), in relazione ad un possibile aumento di capitale riservato da effettuarsi mediante conferimento di beni in natura rientrante nel più ampio progetto di rafforzamento patrimoniale della stessa, e ai sensi e per le finalità dell'art. 2343-ter del Codice Civile, ha deliberato di conferire ad Arché S.r.l. (di seguito "Arché"), in qualità di esperto indipendente, mandato per la stima del valore dell'asset conferito da parte di MCM Holding S.p.A. (di seguito "MCM"), quest'ultimo identificato nel credito vantato dalla stessa MCM nei confronti di Le Cottoniere S.p.A. (di seguito "Le Cottoniere" o "Società", insieme a MCM le "Parti") per un valore nominale di Euro 1.716.566,67 (di seguito "Credito conferito" o "Credito").

La seguente relazione di stima (di seguito "Relazione") illustra le metodologie di valutazione utilizzate, le assunzioni poste alla loro base e i risultati ottenuti attraverso l'applicazione e secondo i principi e criteri generalmente utilizzati per la valutazione di tali asset.

1.2. Oggetto e finalità dell'incarico

Oggetto dell'incarico è la valutazione del Credito ai fini del conferimento nel contesto della nomina volontaria dell'esperto effettuata ai sensi dell'art. 2343-ter, comma 2, lett. b) del Codice Civile. Come disposto dal comma 3 del citato articolo il quale prevede che *"Chi conferisce beni o crediti ai sensi del primo e secondo comma presenta la documentazione dalla quale risulta il valore attribuito ai conferimenti e la sussistenza, per i conferimenti di cui al secondo comma, delle condizioni ivi indicate"*.

Le condizioni richiamate risultano verificate quando *"[...] il valore attribuito, ai fini della determinazione del capitale sociale e dell'eventuale sovrapprezzo, ai beni in natura o crediti conferiti sia pari o inferiore [...] al valore risultante da una valutazione riferita ad una data precedente di non oltre sei mesi il conferimento e conforme ai principi e criteri generalmente riconosciuti per la valutazione dei beni oggetto del conferimento, a condizione che essa provenga da un esperto indipendente da chi effettua il conferimento, dalla società e dai soci che esercitano individualmente o congiuntamente il controllo sul soggetto conferente o sulla società medesima, dotato di adeguata e comprovata professionalità"*.

Con riferimento ai requisiti richiesti all'esperto ai fini della redazione della perizia si dà atto che Arché,

società specializzata nella consulenza in finanza di impresa e nelle valutazioni d'azienda, si avvale di un team di qualificati professionisti che hanno maturato una significativa esperienza in tema di valutazioni d'azienda e di strumenti finanziari in genere, nonché nello svolgimento di incarichi di natura simile ai sensi degli articoli 2343 e 2465 del Codice Civile. Pertanto, si conferma che Arché è in possesso dei requisiti di professionalità, oltreché di indipendenza richiesti a norma dell'art 2343-ter del Codice Civile.

La Relazione contiene una descrizione del bene oggetto di conferimento, l'indicazione dei criteri di valutazione adottati e la stima del valore da prendere come riferimento ai fini del conferimento. A tal fine va ricordato che, essendo il bene oggetto di conferimento un credito sorto a seguito della prestazione di servizi professionali da parte di MCM a Le Cottoniere, l'oggetto della valutazione sarà il credito stesso, tenuto conto della situazione del debitore e della sua solvibilità, e di altri fattori interni ed esterni che possono avere un impatto più o meno diretto sulla sua esigibilità. Ciò ha richiesto, quindi, un'analisi complessiva del debitore, della sua situazione patrimoniale e del suo profilo reddituale attuale e prospettico, nonché del suo grado di solvibilità al fine di giungere ad una stima di valore ritenuto equo ai fini del conferimento.

Nel contesto del conferimento, la valutazione richiesta all'esperto è volta ad accertare l'integrità del capitale e dell'eventuale sovrapprezzo emesso da Meridie, con finalità di tutela dei terzi, che nella sua effettiva esistenza pongono affidamento. In considerazione di tali scopi, per evitare che il patrimonio di Meridie posto a garanzia dei terzi risulti alterato attraverso esagerate valutazioni, il lavoro è stato impostato per stimare il valore del Credito, considerando raggiunto lo scopo della valutazione ogni qualvolta si ravvisasse l'adozione e l'applicazione in modo prudentiale di criteri di valutazione riconosciuti dalla dottrina e nella prassi valutativa.

In questa circostanza, il valore stimato del Credito ai fini della consistenza del capitale di Meridie, rappresenta il limite massimo per stabilire l'aumento di capitale; nulla esclude, d'altra parte, che in sede di conferimento possa essere convenuto un aumento di capitale di importo inferiore.

La valutazione riportata in questa Relazione si basa su criteri valutativi generalmente accettati nella prassi del settore di riferimento e da noi applicati nella fattispecie attraverso le metodologie di valutazione ritenute più appropriate, nel rispetto dell'incarico conferito. In considerazione delle finalità indicate, la valutazione deve, quindi, esprimere un valore intrinseco, non condizionato da fattori soggettivi delle parti coinvolte. Anche in virtù delle citate esigenze cautelative del presente lavoro, i

risultati stimati non possono, pertanto, essere assunti per finalità diverse da quelle previste dal presente incarico. Inoltre, le conclusioni esposte nella Relazione sono basate sul complesso delle informazioni e delle analisi ivi contenute, con la conseguenza che nessuna parte della Relazione potrà essere utilizzata disgiuntamente dalle altre.

La data di riferimento della valutazione è il 31 maggio 2014 e considera le informazioni sulla Società e sul progetto note e portate a nostra conoscenza fino alla data di emissione della Relazione.

1.3. Documentazione utilizzata

Nello svolgimento del lavoro abbiamo ottenuto i documenti e le informazioni ritenuti utili nella fattispecie. A tal fine, abbiamo analizzato, tra l'altro, la seguente documentazione:

- Fatture n° 12/2012, 13/2012, 15/2012 e 16/2012 emesse da MCM verso Le Cottoniere;
- Lettera di Circolarizzazione del credito MCM, datata 30 maggio 2014 e risposta del debitore datata 4 giugno 2014;
- Estratto Conto Clienti al 09 giugno 2014 con evidenza delle fatture emesse da MCM verso Salerno Invest – Le Cottoniere S.r.l. (di seguito “Scheda contabile”);
- Lettera di incarico inviata da MCM a Salerno Invest – Le Cottoniere S.r.l.;
- Accordo di Ristrutturazione dei finanziamenti bancari, datato 27 gennaio 2014 e relativa documentazione di supporto (di seguito “Accordo di Ristrutturazione”);
- Informazioni di mercato e altre informazioni pubblicamente disponibili relative ad aziende quotate, operanti nel settore di riferimento rilevate da fonti informative pubbliche e da *info-providers* specializzati come Bloomberg Professional;
- Altre informazioni di dettaglio documentali e verbali ottenute nel corso di contatti con il *Management*, avvenuti anche tramite *conference call*.

Le informazioni e i dati ricevuti sono stati analizzati e discussi anche con il *Management* di MCM al fine di individuarne l'appropriatezza con riferimento alle finalità del lavoro svolto. Le nostre analisi hanno assunto e fatto affidamento sull'accuratezza, completezza e veridicità di tutte le informazioni,

finanziarie e di altra natura, che ci sono state fornite o pubblicamente disponibili. Coerentemente con l'incarico ricevuto tali informazioni non sono state da noi sottoposte a verifica, revisione o certificazione. Pertanto nessuna dichiarazione espressa o implicita, né alcuna garanzia relativa all'accuratezza e alla completezza delle informazioni utilizzate alla base del nostro lavoro, è da noi resa. La responsabilità di tali informazioni rimane di esclusiva pertinenza delle fonti.

2. IL CREDITO CONFERITO

2.1. Origine e caratteristiche del Credito

Il Credito vantato da MCM verso Le Cottoniere nasce all'interno di un piano di sviluppo edilizio-commerciale nell'ex area industriale di Fratte (frazione di Salerno) con la realizzazione di varie opere edilizie tra cui la costruzione di un Centro Commerciale, denominato "Le Cottoniere" (di seguito "Progetto").

All'interno del Progetto si inseriscono una serie di attività di consulenza legate allo sviluppo dello stesso fornite da MCM a Le Cottoniere, attività da cui trae origine il Credito oggetto di conferimento; in particolare, si fa riferimento alle commissioni maturate in relazione ad una parte delle attività indicate nella Lettera di incarico del 17 ottobre 2012 e per cui sono state emesse le seguenti fatture:

- Fattura n° 12/2012 del 18 ottobre 2012 per un importo complessivo di Euro 1.101.100,00;
- Fattura n° 13/2012 del 18 ottobre 2012 per un importo complessivo di Euro 181.500,00;
- Fattura n° 15/2012 del 5 novembre 2012 per un importo complessivo di Euro 471.900,00;
- Fattura n° 16/2012 del 5 novembre 2012 per un importo complessivo di Euro 322.666,67.

A fronte dell'importo complessivo di Euro 2.077.166,67 sono stati effettuati dei pagamenti parziali per cui l'esposizione debitoria residua di Le Cottoniere verso MCM alla data della Relazione relativa alle quattro fatture sopra indicate è pari a Euro 1.716.566,67. Tale importo rappresenta il valore nominale del Credito oggetto di conferimento da parte di MCM in Meridie.

2.2. Breve descrizione del Progetto

Nel corso del 2004 il Comune di Salerno ha approvato il programma di riqualificazione urbana dell'ex area industriale di Fratte prevedendo la costruzione di un centro commerciale, un centro direzionale, parchi verdi e parcheggi sia pubblici che privati. In questo contesto, a metà dell'anno 2005 la società Salerno Invest S.r.l., costituita nel corso del 2003 e avente come oggetto sociale la costruzione di edifici e il recupero edilizio ed ambientale, e la società MCM S.p.A., quest'ultima titolare dell'attività esercitata negli immobili del complesso industriale di Fratte, stipulano la convenzione urbanistica con il Comune di Salerno per l'attuazione del programma integrato di riqualificazione dell'area in questione.

Nell'anno successivo è avvenuta la fusione per incorporazione tra Salerno Invest S.r.l. e Le Cottoniere S.p.A., all'epoca proprietaria dell'ex area industriale di Fratte. Con la fusione, la nuova entità ha preso il nome di Salerno Invest – Le Cottoniere S.r.l. (di seguito "Salerno Invest – Le Cottoniere") e il Comune di Salerno ha autorizzato l'emanazione dei provvedimenti di attuazione del programma integrato di riqualificazione urbana in capo alla nuova entità. Nello stesso anno Le Cottoniere ha ottenuto una linea di credito per realizzare il Progetto.

Nel 2009 la società Salerno Invest – Le Cottoniere ha ottenuto le autorizzazioni necessarie per la realizzazione nell'area in questione di un centro commerciale denominato "Le Cottoniere" (di seguito "Centro Commerciale"), impegnandosi alla realizzazione delle opere di urbanizzazione primaria e secondaria da cedere a titolo gratuito al Comune di Salerno una volta ultimate. Nel giugno del 2010 viene così assegnato l'appalto per la realizzazione delle opere di urbanizzazione.

In data 27 dicembre 2010 viene stipulato il contratto di finanziamento per la realizzazione dell'opera, ma nel 2012 l'imprevista risoluzione del contratto d'appalto con le aziende appaltatrici e il conseguente contenzioso tra le parti, ha fatto ritardare la realizzazione dell'opera rendendo necessaria l'adozione di una nuova manovra finanziaria di risanamento (di seguito "Piano di Risanamento aggiornato").

Nel frattempo, in data 30 settembre 2013, viene deliberata la trasformazione della società Salerno Invest – Le Cottoniere da "società a responsabilità limitata" a "società per azioni", assumendo così l'attuale denominazione di Le Cottoniere S.p.A.

In data 27 gennaio 2014 è stato, quindi, stipulato l'Accordo di Ristrutturazione il quale, sulla base del Piano di Risanamento aggiornato, prevede tra le altre cose:

- sottoscrizione di un nuovo contratto di appalto per il completamento delle opere, già in parte avviate dalle società appaltatrici precedenti; l'opera dovrebbe essere terminata entro 20 mesi, con consegna della stessa nel quarto trimestre 2015;
- trasformazione di parte dell'indebitamento bancario esistente alla data dell'accordo in un Prestito obbligazionario convertibile/convertendo ("POC") ed *equity*;
- consolidamento della parte restante dell'indebitamento esistente non convertito con scadenza al 31 dicembre 2019, possibile *extension option* al 30 giugno 2020 o comunque contestualmente alla dismissione del Centro Commerciale;
- concessione di nuova finanza per il riavvio e la conclusione dei lavori di realizzazione.

Il Piano di Risanamento aggiornato è stato oggetto di asseverazione da parte di un esperto indipendente che ne ha attestato la veridicità dei dati aziendali e la fattibilità del Piano stesso ai sensi e per gli effetti dell'art. 67 comma 3, lett. d) della Legge Fallimentare.

3. METODOLOGIA DI VALUTAZIONE

In linea di principio il valore di un credito, al pari del valore di una attività finanziaria, è uguale alla somma del valore attuale dei flussi di cassa da esso generati durante la sua vita residua.

L'attività di valutazione richiede pertanto la determinazione di due variabili di base:

- la **proiezione dei flussi di cassa** generati dal credito, composti dai rimborsi in linea capitale e dagli interessi (a volte determinati secondo un piano di ammortamento);
- il **tasso di attualizzazione**. Tale grandezza deve essere determinata in funzione di due componenti: il valore temporale e il profilo di rischio associabile alla categoria di credito. Il processo valutativo si focalizza sulla corretta stima del tasso di attualizzazione che, come noto, può cambiare in funzione delle condizioni di mercato e del profilo di rischio riconosciuto alla controparte.

Il processo di valutazione può presentare particolari problematiche quando il credito è rappresentato da una posizione anomala, come il caso di crediti scaduti, crediti incagliati e crediti in sofferenza. In questo caso, la principale problematica è data dal fatto che per il credito oggetto di valutazione la data

di riscossione non è certa. Pertanto in tale circostanza il processo valutativo si focalizza non solo sulla stima del tasso di attualizzazione, ma anche sul delicato processo di stima dei flussi prospettici che rappresentano sostanzialmente il valore recuperabile dello stesso credito.

4. SVILUPPO VALUTAZIONE E ASSUNZIONI

Sulla base di quanto illustrato si è proceduto alla stima del valore attuale del Credito seguendo un percorso articolato in tre fasi:

- I. stima dei flussi di cassa prospettici generati dal Credito stesso;
- II. stima del tasso di attualizzazione che consideri adeguatamente il profilo di rischio della posizione;
- III. stima del valore attuale.

Tali fasi vengono illustrate in modo analitico nel prosieguo della Relazione.

4.1. Flussi di cassa prospettici

Come descritto in precedenza, il Credito ha natura commerciale e dalla documentazione acquisita risulta certo, liquido ed esigibile. Il credito non produce interessi, si tratta di fatto di un credito scaduto per il quale non esiste un apposito piano di riscadenziamento. Tuttavia, gli accordi intervenuti tra le parti e riflessi di fatto nel Piano di Risanamento aggiornato posto alla base del citato Accordo di Ristrutturazione, prevedono che il suo valore nominale (o facciale), per complessivi Euro 1.716.566,67, verrà incassato in funzione dei flussi di cassa disponibili del debitore secondo quanto previsto nello stesso Piano di Risanamento aggiornato.

Il Credito, quindi, non prevede un termine di pagamento ma dall'analisi del Piano di Risanamento aggiornato emerge che il debitore disporrebbe di risorse finanziarie sufficienti per rimborsare il Credito al momento della cessione del Centro Commerciale prevista nel corso del 2019.

Anche se in linea teorica il Credito potrebbe essere incassato in qualsiasi momento, si può ragionevolmente assumere che lo stesso venga rimborsato integralmente alla fine del 2019, quando, coerentemente con le informazioni contenute nel Piano di Risanamento aggiornato, la Società avrebbe

piena disponibilità di risorse, anche, a seguito della cessione del Centro Commerciale. In questo caso, ai fini valutativi, viene considerato un flusso di cassa unico, come se si trattasse di un'obbligazione *zero-coupon*.

4.2. Tasso di attualizzazione

Il tasso di attualizzazione incorpora due componenti: (i) il valore temporale del denaro convenzionalmente rappresentato da un tasso privo di rischio (*risk free rate*); (ii) il premio per il rischio associabile alla controparte definito anche *credit spread*. Quest'ultima componente dipende da una serie di fattori primo tra tutti la capacità di mantenere gli impegni presi da parte del debitore, generalmente espressa dal suo *rating* creditizio. Un altro elemento, non di minore importanza, è rappresentato dall'esistenza di una garanzia, quindi dalla tipologia della stessa e dal grado di copertura dell'esposizione. Infine, va tenuto in considerazione che nel caso di garanzie personali assume importanza il merito creditizio del soggetto garante.

In presenza di un debitore a cui è stato attribuito un *rating* da un'agenzia esterna o con titoli di debito quotati su un mercato regolamentato la stima del tasso di attualizzazione consiste nella stima separata delle due componenti. Il tasso *risk free* è stimato sulla base dei rendimenti dei titoli di Stato o del tasso SWAP. Il *credit spread* verrebbe stimato sulla base di apposite tavole che associano ad ogni classe di *rating* la probabilità di default ad un certo periodo di tempo. Stabilendo convenzionalmente o sulla base di statistiche quella che potrebbe essere la perdita in caso di default (*loss given default*), è possibile giungere ad una stima del *credit spread* da aggiungere al tasso *risk free* ed ottenere, quindi, il tasso di attualizzazione. Un'alternativa potrebbe essere quella di stimare lo *spread* che incorporano i rendimenti dei titoli obbligazionari quotati di pari scadenza emessi dallo stesso debitore rispetto al tasso *risk free*.

Nel caso specifico, come è possibile comprendere, nessuno dei due approcci può essere percorso, sia perché la società non ha un *rating*, sia perché non ha prestiti obbligazionari quotati su un mercato regolamentato, sia perché è difficile trovare società comparabili che abbiano titoli di debito quotati simili.

La probabilità di incassare il Credito è prevalentemente associata alla probabilità che il Progetto vada a buon fine secondo il Piano di Risanamento aggiornato. Ciò implica che per una analisi e valutazione

del Credito occorre adottare un approccio analitico che si fonda sostanzialmente sulla valutazione dei flussi di cassa che saranno generati dal Progetto e sull'analisi della loro dinamica.

Secondo tale approccio, quindi, il tasso di attualizzazione che potrebbe incorporare un adeguato profilo di rischio del credito non sarà superiore al tasso di rendimento atteso che può essere utilizzato per valutare il Progetto sulla base dei flussi di cassa prospettici che può generare. Un approccio alternativo, come più avanti si esaminerà al paragrafo 4.4, è quello di concentrarsi sulla remunerazione del debito che la Società è in grado di assicurare.

4.3. Tasso di remunerazione del Progetto

Alcuni studi di settore indicano tassi medi di rendimento per il mercato italiano degli *shopping center* compresi tra il 6,5% e il 7,0%, con previsioni di crescita in alcuni casi fino a raggiungere l'8,0%¹. I tassi di rendimento possono rappresentare una buona *proxy* del tasso di attualizzazione dei flussi prospettici ai fini della valutazione dell'attività.

Sono stati, inoltre, analizzati alcuni *borker report*² relativi a società italiane che si occupano prevalentemente della gestione di centri commerciali e gallerie. Dall'analisi condotta sono emersi tassi di attualizzazione dei flussi operativi utilizzati per la valutazione dell'azienda compresi tra il 6,8% e il 7,3%.

Nel caso specifico, tuttavia, va tenuto in considerazione che si tratta di un progetto di sviluppo e che, quindi, il Centro Commerciale è in corso di realizzazione ed entrerà in funzione nel quarto trimestre del 2015 sulla base di quanto previsto dall'aggiornamento del Piano di Risanamento. Il Progetto in questo caso rappresenta un rischio maggiore rispetto ad un progetto che prevede l'acquisto di un centro commerciale già funzionante. Tale rischio è attribuibile alle incertezze tipicamente legate alla gestione della fase di sviluppo.

Pertanto, considerando tale fattore nella stima del tasso di attualizzazione dei flussi operativi del Progetto, si ritiene che un tasso adeguato al profilo di rischio possa collocarsi sulla fascia alta dell'intervallo individuato delle due analisi sopra riportate, quindi pari all'8,0%, sostanzialmente in

¹ *Società Generale – Italian Real Estate – 21 gennaio 2014.*

² *Goldman Sachs Investment Research – Europe: Real Estate – 24 gennaio 2014; Società Generale – Italian Real Estate – 21 gennaio 2014; Società Generale – Equity Research: IGD – 9 maggio 2014.*

linea con il tasso utilizzato nel Piano di Risanamento aggiornato per la stima del valore di vendita del Centro Commerciale.

4.4. Tasso di remunerazione del debito

Un approccio alternativo e più analitico consiste nel determinare il tasso di remunerazione della posizione debitoria della Società. Infatti, considerando le proprie caratteristiche, il Credito valutato può essere di fatto assimilato ad un finanziamento *zero-coupon* a lungo termine. Analizzando il Piano di Risanamento aggiornato e l'Accordo di Ristrutturazione, è possibile osservare che i flussi prospettici generati dal Progetto sono sostanzialmente destinati a remunerare la posizione complessiva del ceto bancario che ha sottoscritto l'Accordo di Ristrutturazione (di seguito "Banca"). I flussi operativi cumulati per il periodo 2013-2019 sono pari a Euro 86,3 milioni, e nell'arco di tale periodo sono destinati per un importo complessivo pari a Euro 66,7 milioni al rimborso delle linee di credito erogate dalla Banca e al pagamento dei relativi interessi, e per l'importo residuale, pari a Euro 19,6 milioni, al rimborso/conversione del Prestito obbligazionario; nulla è previsto per gli azionisti.

La posizione della Banca può essere rappresentata con un portafoglio composto da due categorie di investimenti: (i) la prima categoria è riconducibile all'esposizione debitoria i cui flussi sono contrattualmente predefiniti e possono essere facilmente individuati nel Piano di Risanamento aggiornato; (ii) i flussi residuali che sono attribuibili al Prestito obbligazionario convertibile/convertendo che, data la sua struttura contrattuale, di fatto presenta la natura di capitale proprio (*equity*). Il rimborso del capitale ed il pagamento degli interessi di tale prestito sono previsti in via residuale in funzione dei flussi di cassa disponibili a scadenza. Secondo il Piano di Risanamento aggiornato alla fine del 2019, dopo il ripianamento delle perdite mediante conversione parziale del POC ed il rimborso delle linee di credito, è previsto un flusso di cassa residuale pari a Euro 19,6 milioni destinato al rimborso della parte non convertita del POC.

In sintesi, la posizione della Banca può essere divisa in una posizione debitoria ed una posizione residuale equivalente al capitale proprio. Basandosi sull'assunto che il valore attuale dell'attivo netto di una azienda è pari al valore attuale delle fonti di finanziamento o passivo, si può dedurre che il valore attuale del Progetto è uguale al valore attuale della posizione complessiva della Banca, la quale può essere suddivisa in una parte corrispondente al valore attuale della posizione debitoria ed una parte

corrispondente al valore attuale della posizione residuale rappresentata dal Prestito obbligazionario.

Impieghi netti	Fonti nette
Valore attuale flussi operativi del progetto	Valore attuale flussi del debito
	Valore attuale flussi equity

Attualizzando al tasso dell'8,0% i flussi operativi del Progetto risultanti dal Piano di Risanamento aggiornato, si stima un valore del Progetto pari a circa Euro 40,7 milioni. Da qui ne deriva che la somma del valore attuale della posizione debitoria e della posizione residuale della Banca corrisponde a tale valore.

Conoscendo i flussi di cassa relativi alla posizione residuale rappresentati di fatto dal rimborso parziale del Prestito obbligazionario alla fine del periodo di piano (2019), è possibile stimare il valore attuale di tale posizione se si conosce il tasso di rendimento atteso per tale tipologia di investimento. A tal proposito si può assumere che il tasso di rendimento atteso per tale posizione possa essere pari al rendimento richiesto da un investitore che partecipa a particolari categorie di veicoli di investimento come i fondi che finanziano l'avvio di progetti (*early stage*) o i fondi che finanziano un progetto di ristrutturazione (*turnaround*). Si tratta di due situazioni assimilabili a quelle della Società il cui debito è oggetto di valutazione. Da una analisi condotta con riferimento al mercato italiano, sui rendimenti medi di queste due tipologie di fondi su un arco temporale di 26 anni (periodo 1986-2012) è stato rilevato un rendimento medio annuo pari a circa il 27%³.

Applicando tale tasso al flusso di cassa destinato al rimborso del Prestito obbligazionario si ottiene un valore attuale della posizione residuale pari a Euro 5,2 milioni.

Conoscendo il valore attuale dell'intero portafoglio pari a Euro 40,7 milioni e assumendo che il valore dell'*equity* di pertinenza degli altri azionisti è sostanzialmente nullo, è possibile ottenere per differenza il valore attuale della posizione debitoria, la quale risulta essere pari a Euro 35,5 milioni.

³ AIFI Yearbook 2013, Ricerca IRR 2012.

VA progetto	40,7	VA Debito	?	➔	35,5
		VA POC	5,2		
		VA Equity	0,0		

Valori in Euro/ mln.

Confrontando i flussi destinati alla posizione debitoria costituiti dal rimborso delle linee di credito e dal pagamento degli interessi come risulta dal Piano di Risanamento aggiornato, si ottiene, quindi, il tasso di remunerazione implicito del debito, pari a 5,86%.

Il tasso di remunerazione della posizione debitoria secondo questo procedimento, può rappresentare una buona proxy del tasso da utilizzare per l'attualizzazione del Credito.

In ogni caso alcune considerazioni sono necessarie:

- in ipotesi di gestione ordinaria della Società e nel rispetto dell'Accordo di Ristrutturazione, il Credito valutato, in quanto debito commerciale scaduto, verrebbe rimborsato dalla Società prima delle linee di credito erogate dalla Banca e, comunque, è previsto un ordine dei pagamenti che consente di conservare la liquidità necessaria per il pagamento dei debiti scaduti e riferiti alla gestione operativa. Sotto questo aspetto si potrebbe dire che il Credito valutato potrebbe presentare un profilo di rischio minore rispetto al finanziamento bancario, quindi il relativo tasso di remunerazione potrebbe essere più basso.
- In caso di fallimento della Società il Credito valutato, rispetto ai finanziamenti bancari, non è assistito da alcuna garanzia reale, pertanto la sua recuperabilità sarebbe pressoché nulla. Questo richiederebbe, quindi, un premio per il maggior rischio, quindi un tasso di remunerazione più elevato.

Poiché non sono disponibili informazioni tali da permettere di valutare adeguatamente le due componenti che in parte tendono a compensarsi, si può concludere che il tasso che possa adeguatamente esprimere il profilo di rischio del Credito può essere compreso tra il 6,0%⁴ e l'8,0%.

⁴ Corrispondente al tasso del 5,86% arrotondato.

5. CONCLUSIONI

In sintesi, sulla base delle analisi sopra descritte, considerando un arco temporale di 5 anni e 7 mesi ed un tasso di attualizzazione compreso tra il 6,0% e l'8,0%, si stima il valore attuale del Credito in un valore compreso tra Euro 1,12 milioni ed Euro 1,25 milioni.

Tenuto conto delle caratteristiche della Società, delle caratteristiche del Credito valutato, della finalità della valutazione effettuata, delle informazioni disponibili, della metodologia di valutazione utilizzata nonché delle assunzioni poste alla base della stessa, si ritiene che il valore attribuibile al Credito vantato da MCM nei confronti di Le Cotoniere, possa essere stimato pari a Euro 1.200.000.

Milano, 12 giugno 2014

Arché S.r.l.



Roberto Leuzzi
Director