

RDB S.p.A.

Sede legale in

Pontenure, via dell'Edilizia n. 1

Registro delle Imprese di Piacenza P.IVA e C.F. 00110990330

Capitale Sociale 45.861.025 i.v.

RDB

**Relazione illustrativa del Consiglio di Amministrazione
sul secondo punto all'ordine del giorno di parte straordinaria**

“Aumento del capitale sociale a pagamento con esclusione del diritto di opzione ai sensi dell'articolo 2441, comma quinto, del Codice Civile, per complessivi Euro 14.999.999,9565, tramite emissione di n. 91.743.119 azioni ordinarie al prezzo di Euro 0,1635 per azione; deliberazioni inerenti e conseguenti”

dell'assemblea degli Azionisti in data

13 novembre 2011, in prima convocazione

14 novembre 2011, in seconda convocazione

Pontenure, 22 ottobre 2011

Il presente documento è disponibile presso la sede legale dell'Emittente (Pontenure, via dell'Edilizia n. 1) e sul sito internet dell'Emittente www.rdb.it.

Signori Azionisti,

siete stati invitati a partecipare all'assemblea di RDB S.p.A. ("**RDB**", "**Società**" o "**Emittente**"), convocata in seduta straordinaria e ordinaria presso la sede della Società in Pontenure (PC), via dell'Edilizia n. 1, per il giorno 13 novembre 2011, ore 15.00, in prima convocazione, e per il giorno 14 novembre 2011, stessi luogo ed ora, in seconda convocazione ad esprimere il Vostro voto, tra l'altro, in merito al seguente punto all'ordine del giorno della parte straordinaria:

"Aumento del capitale sociale a pagamento con esclusione del diritto di opzione ai sensi dell'articolo 2441, comma quinto, del Codice Civile, per complessivi Euro 14.999.999,9565, tramite emissione di n. 91.743.119 azioni ordinarie al prezzo di Euro 0,1635 per azione; deliberazioni inerenti e conseguenti?"

La presente relazione (la "**Relazione**") è, tra l'altro, predisposta ai sensi dell'articolo 72 del Regolamento approvato con delibera Consob n. 11971 del 14 maggio 1999, come modificato ("**Regolamento Emittenti**"), secondo i criteri generali indicati nell'Allegato 3A, Schema 2, e dell'articolo 2441, commi quinto e sesto, del Codice Civile.

1. MOTIVAZIONI E DESTINAZIONE DELL'AUMENTO DI CAPITALE IN RAPPORTO ANCHE ALL'ANDAMENTO GESTIONALE DELLA SOCIETÀ E RAGIONI DELL'ESCLUSIONE DEL DIRITTO DI OPZIONE

La proposta di aumento di capitale oggetto della presente Relazione si inserisce all'interno della più ampia operazione di risanamento finanziario e patrimoniale della Società e del gruppo ad essa facente capo (il "**Gruppo RDB**" o il "**Gruppo**") ed è ad essa inscindibilmente collegata.

1.1 Cronologia degli eventi

Nel primo semestre 2011, in conseguenza della persistente difficile congiuntura di mercato che ha colpito il settore delle costruzioni e sebbene nel passato siano state poste in essere importanti azioni volte al ridimensionamento dei costi al fine di adeguare la struttura aziendale alla ridotta attività produttiva, il Gruppo RDB è andato incontro ad un progressivo deterioramento della situazione finanziaria che ha generato mancanza della liquidità necessaria per alimentare il normale capitale circolante.

In tale contesto, in data 13 maggio 2011, il Consiglio di Amministrazione, in concomitanza con l'approvazione del resoconto intermedio di gestione al 31 marzo 2011, prendendo atto dello stato di crisi della Società, ha ritenuto necessario avviare un processo di razionalizzazione aziendale e finanziaria volto a creare le condizioni per il risanamento dell'esposizione debitoria e il riequilibrio finanziario della Società e del Gruppo RDB (*cf.* comunicato stampa del 13 maggio 2011).

In tale occasione il Consiglio di Amministrazione ha approvato le linee guida per la redazione del piano industriale di risanamento (le "**Linee Guida del Piano**") basate principalmente su:

- (i) la dismissione di *asset* non strategici;
- (ii) la riduzione sostanziale dei costi operativi, ivi inclusi i costi del personale;
- (iii) la razionalizzazione dell'utilizzo degli impianti produttivi concentrando la struttura produttiva su pochi impianti efficienti e opportunamente dislocati sul territorio nazionale;
- (iv) la ristrutturazione del debito bancario del Gruppo; e
- (v) il reperimento delle risorse finanziarie necessarie alla realizzazione del Piano di Risanamento (come *infra* definito), anche mediante l'esecuzione di un aumento di capitale.

Il Consiglio di Amministrazione ha quindi affidato all'Amministratore Delegato l'incarico di (a) predisporre, con l'assistenza di un *advisor*, il piano industriale del Gruppo (il "**Piano Industriale**") da sottoporre al vaglio del Consiglio di Amministrazione e (b) definire con il ceto bancario un piano di ristrutturazione del debito funzionale alla realizzazione del Piano Industriale (il "**Piano Finanziario**" e, unitamente al Piano Industriale, il "**Piano di Risanamento**"), sottoponendo il Piano di Risanamento ad asseverazione ai sensi dell'articolo 67 del R.D. 267 del 16 marzo 1942 ("**Legge Fallimentare**").

In questo contesto, in data 6 giugno 2011 la Società ha nominato il dottor Riccardo Ranalli dello studio Garbolino Milanese Ranalli di Torino (l'“**Esperto**”), quale professionista incaricato di attestare, ai sensi e per gli effetti dell'articolo 67, comma terzo, lettera d) della Legge Fallimentare, la ragionevolezza del Piano di Risanamento.

Al fine di reperire i mezzi propri necessari per finanziare il Piano di Risanamento, nel corso del 2011 la Società ha tentato di perseguire varie ipotesi di ricapitalizzazione, sia con i soci storici, membri del patto di sindacato che raccoglie la maggioranza del capitale sociale di RDB (il “**Patto di Sindacato**”), sia attraverso un processo di ricerca di potenziali investitori interessati ad apportare nuove risorse finanziarie e, quindi, ad entrare nella compagine azionaria della Società, mediante la sottoscrizione di un aumento di capitale ad essi riservato; in particolare, la Società ha coltivato possibili intese con fondi di *private equity*, con imprenditori e con importanti società industriali, anche operanti nel settore, al fine di trovare la soluzione più idonea ad assicurare il rilancio del Gruppo sia sotto il profilo finanziario sia sotto il profilo industriale.

Nel contesto di tale attività di ricerca, in data 10 giugno 2011 è pervenuta al Consiglio di Amministrazione della Società una manifestazione di interesse (la “**Manifestazione di Interesse**”) da parte della società Alias S.r.l. (“**Alias**”) (cfr. successivo paragrafo 1.2 e comunicato stampa in data 10 giugno 2011).

Alias è la *holding* di partecipazioni della famiglia Federici e società controllante la società Sacci S.p.A. (“**Sacci**”), importante operatore industriale nel mercato del cemento e del calcestruzzo; l'ing. Augusto Federici - socio di controllo e consigliere di amministrazione di Alias - (i) indirettamente tramite Sacci e la società C.I.F.E. S.p.A. (“**CIFE**”), detiene una partecipazione pari, alla data della presente Relazione, a circa l'8,76% nel capitale sociale di RDB ed (ii) è amministratore della Società dal 19 aprile 2010.

Alla luce di quanto sopra, l'operazione oggetto della presente Relazione, proposta da Alias con la Manifestazione di Interesse prima e con l'Offerta Alias (come *infra* definita) poi, e finalizzata alla realizzazione di un progetto di ricapitalizzazione e di sinergie industriali del Gruppo RDB è qualificabile quale “operazione con parte correlata” a mente del Regolamento adottato da Consob con delibera n. 17221 del 12 marzo 2010 recante disposizioni in materia di operazioni con parti correlate e successive modifiche (il “**Regolamento 17221**”) e della correlativa procedura adottata dalla Società in data 11 novembre 2010 (la “**Procedura per le Operazioni con Parti Correlate**”). Ne consegue che l'Operazione (come *infra* definita) trova illustrazione anche in un documento informativo “per le operazioni con parti correlate di maggiore rilevanza” che è stato redatto e messo a disposizione del pubblico in data 3 ottobre 2011 ai sensi dell'articolo 5 del Regolamento 17221 nonché dell'articolo 11 della Procedura per le Operazioni con Parti Correlate.

La Manifestazione di Interesse, rispetto alla quale alcuni componenti del ceto bancario avevano preliminarmente manifestato ad Alias un riscontro positivo, è stata (i) valutata positivamente dal Consiglio di Amministrazione della Società in data 10 giugno 2011 (cfr. comunicato stampa in pari data) e (ii) approvata dall'assemblea del Patto di Sindacato in data 15 luglio 2011 (cfr. comunicato stampa in pari data).

Proseguendo nelle attività necessarie a ripristinare l'equilibrio economico-finanziario del Gruppo anche alla luce dell'Operazione proposta con la Manifestazione di Interesse, in data 28 luglio 2011 il Consiglio di Amministrazione ha approvato il Piano Industriale relativo agli esercizi 2011-2016, elaborato sulla base delle Linee Guida del Piano approvate dal Consiglio di Amministrazione in data 13 maggio 2011, prevedendo:

- il mantenimento di soli 4 o 5 impianti produttivi ritenuti strategici, con sospensione produttiva dell'impianto di Montepulciano o Bellona (in data 26 settembre 2011 il Consiglio di Amministrazione ha quindi scelto di operare la sospensione produttiva - c.d. “ibernazione” - dell'impianto di Bellona), per intercettare dal 2013 nuove opportunità di mercato con l'obiettivo di raggiungere un maggior livello di saturazione e quindi indici di efficienza più elevati;
- l'utilizzo per il secondo semestre 2011 e per il 2012 di ore di cassa integrazione guadagni per (i) il raggiungimento del *budget* economico-produttivo nell'orizzonte del secondo semestre 2011 e (ii) la gestione delle procedure di mobilità a partire dal secondo semestre 2012 e code di insaturazione impianti;
- la riduzione della struttura dei costi fissi (lavoro, altri costi di sede e di pertinenza delle singole *business unit*), con l'identificazione di aree di *saving* e la strutturazione di azioni specifiche (*budget* assegnato per le voci principali, assegnazioni auto a soli dirigenti e commerciali, etc.);

- la cessione dell'impianto di Pontenure di RDBH (come *infra* definita) a Xella (come *infra* definita) (*cf.* comunicato stampa in data 28 luglio 2011, Documento Informativo pubblicato in data 4 agosto 2011 e comunicati stampa in data 28 settembre 2011 e 30 settembre 2011);
- il rafforzamento patrimoniale tramite un aumento di capitale per Euro 15 milioni, da eseguirsi tramite conversione in capitale di crediti bancari; e
- la ristrutturazione dell'indebitamento bancario da realizzarsi mediante (i) uno *standstill* sulle linee bancarie di breve termine a finanziamento del capitale circolante; (ii) una moratoria sul rimborso delle quote capitale dei finanziamenti a medio-lungo termine contestualmente a una ridefinizione del piano di rimborso in linea ai flussi di cassa previsti nel Piano Finanziario; e (iii) l'erogazione di nuova finanza a supporto dei fabbisogni finanziari straordinari previsti dal Piano Industriale.

In data 5 agosto 2011, la Società e le principali società del Gruppo hanno sottoscritto con le principali banche finanziatrici (gli **"Istituti di Credito"**) (rappresentanti oltre l'80% dell'indebitamento bancario), un accordo di moratoria (l'**"Accordo di Moratoria"**) efficace sino al 15 ottobre 2011 e finalizzato a garantire l'operatività corrente e a consentire alla Società di condividere il Piano di Risanamento con il ceto bancario e, in ultima istanza, pervenire alla sottoscrizione di una convenzione bancaria utile alla ristrutturazione dell'indebitamento finanziario del Gruppo (la **"Convenzione Bancaria"**).

L'Accordo di Moratoria prevede, in sintesi, (i) il mantenimento delle linee di affidamento operative utilizzate alla data dell'8 giugno 2011 fino a Euro 82.513 mila, su cui continueranno ad essere dovuti gli interessi compensativi, e (ii) la moratoria dei pagamenti in scadenza per capitale ed interessi sul restante indebitamento a medio e lungo termine. Nelle more della definizione dell'Accordo di Moratoria, inoltre, alcuni Istituti di Credito hanno messo a disposizione linee di credito per un ammontare totale pari a circa Euro 7 milioni, utilizzabili per il finanziamento delle commesse in essere del Gruppo.

Alla data della presente Relazione sono in corso le negoziazioni tra la Società e il ceto bancario per la definizione della Convenzione Bancaria, che si prevede possa essere sottoscritta prima dell'assemblea dei soci convocata per deliberare in merito all'aumento di capitale di cui trattasi.

In data 29 agosto 2011 la Società ha approvato la relazione semestrale consolidata al 30 giugno 2011; i risultati del primo semestre 2011 riflettono gli effetti patrimoniali ed economici derivanti dall'avvio delle attività correlate al Piano Industriale e che, ad esito dell'attività di *impairment* e in considerazione della drastica riduzione della produzione, hanno determinato una svalutazione degli avviamenti al 30 giugno 2011 per Euro 33 milioni rispetto al 31 dicembre 2010 (*cf.* comunicato stampa in data 29 agosto 2011).

Successivamente, coerentemente con gli obiettivi previsti nel Piano Industriale, con particolare riferimento alla riduzione degli impianti produttivi, in data 30 settembre 2011 è stato ceduto dalla società controllata RDB Hebel S.p.A. (**"RDBH"**) il ramo d'azienda costituito dallo stabilimento di Pontenure, attivo nella produzione di Gasbeton al socio Xella Baustoffe GmbH (**"Xella"**). Nel contesto di tale operazione, la Società, che già detiene il 51% del capitale sociale di RDBH, acquisterà da Xella la rimanente parte del capitale sociale (salvo il diritto di prelazione dell'ing. Gambarelli, esercitabile entro il 29 novembre 2011, ad acquistare circa il 4% di RDBH salendo così fino a circa il 9% del capitale di RDBH). Complessivamente, tale operazione con Xella ha consentito al Gruppo di beneficiare di un incasso netto pari a circa Euro 11,1 milioni. Per ulteriori informazioni si veda il documento informativo relativo ad operazioni di maggiore rilevanza con parti correlate redatto ai sensi dell'articolo 5 del Regolamento 17221 pubblicato in data 4 agosto 2011 ed i comunicati stampa in data 28 settembre 2011 e 30 settembre 2011.

Infine, ad esito delle attività poste in essere successivamente alla Manifestazione di Interesse, in data 20 settembre 2011 Alias ha inviato al Consiglio di Amministrazione della Società una proposta vincolante in linea con la Manifestazione di Interesse (l'**"Offerta Alias"**), prevedendo tuttavia alcune Condizioni Sospensive (come *infra* definite) al completamento dell'Operazione (come *infra* definita).

Il Consiglio di Amministrazione della Società, riunitosi in data 26 settembre 2011, ha accettato l'Offerta Alias e, in ragione di essa, propone all'assemblea dei soci l'aumento di capitale oggetto della presente Relazione.

Nella medesima seduta del 26 settembre 2011, il Consiglio di Amministrazione ha altresì approvato il Piano di Risanamento, che è attualmente in via di discussione con gli Istituti di Credito e potrà essere aggiornato ad esito del confronto in atto.

1.2 Offerta Alias

L'Offerta Alias, in linea con la Manifestazione di Interesse, prevede quanto segue (complessivamente, l'“Operazione”):

- (i) il rafforzamento patrimoniale della Società per Euro 15 milioni da realizzarsi mediante l'intervento da parte di una società dedicata (“Newco”), controllata da Alias e partecipata (nelle forme a secondo gli strumenti che potranno essere concordati) da banche creditrici di RDB (le “Banche Creditrici”), tramite un aumento di capitale riservato a Newco idoneo a consentire – nell'ambito del Piano di Risanamento – il risanamento dell'esposizione debitoria dell'impresa e ad assicurare il riequilibrio della sua situazione finanziaria; l'aumento di capitale proposto prevede l'emissione di nuove azioni pari al 66,67% circa del capitale sociale *fully diluted* (ossia all'esito dell'integrale esecuzione dell'aumento di capitale proposto), ad un prezzo di sottoscrizione pari a Euro 0,1635 per azione (l'“Aumento di Capitale Riservato”). Le azioni di nuova emissione saranno liberate tramite compensazione del prezzo di sottoscrizione con crediti finanziari certi, liquidi ed esigibili vantati da Newco nei confronti della Società, con conseguenti benefici per RDB in termini patrimoniali e finanziari; e
- (ii) l'apporto di competenze/risorse manageriali e *best practice* gestionali – derivanti dalla notevole esperienza maturata da Sacci e dalla contiguità dei settori industriali in cui operano il gruppo Sacci e il Gruppo RDB – tali da consentire, in linea con il Piano di Risanamento e nel contesto dell'accordo con le Banche Creditrici, il riequilibrio economico-finanziario della Società e del Gruppo fino al ritorno della redditività, anche in un mercato, quale è quello delle costruzioni, per il quale non è prevista nei prossimi anni una ripresa immediata e vigorosa.

L'impegno di Alias a sottoscrivere, tramite Newco, l'Aumento di Capitale Riservato è subordinato all'avveramento, entro il 15 dicembre 2011, delle seguenti condizioni sospensive (congiuntamente, le “Condizioni Sospensive”):

- attestazione della ragionevolezza del Piano di Risanamento – come eventualmente modificato nel corso delle negoziazioni con gli istituti di credito e/o per effetto di altre circostanze al momento non prevedibili – ai sensi e per gli effetti dell'articolo 67, comma terzo, lettera d), della Legge Fallimentare;
- sottoscrizione della Convenzione Bancaria da parte di RDB e degli Istituti di Credito in linea con le caratteristiche del Piano di Risanamento;
- rilascio da parte di Consob dell'esenzione dall'obbligo di offerta pubblica di acquisto ai sensi dell'articolo 49 del Regolamento Emittenti (condizione verificatasi in data 20 ottobre 2011, *cf.* paragrafo 1.4);
- ottenimento dell'autorizzazione ovvero non apertura dell'istruttoria in relazione all'Operazione da parte della competente autorità *antitrust*;
- deliberazione da parte dell'assemblea della Società dell'Aumento di Capitale Riservato; e
- sino al *closing* dell'Operazione, da intendersi come sottoscrizione dell'Aumento di Capitale Riservato, mancato compimento e/o deliberazione di qualsiasi operazione straordinaria o comunque suscettibile di influenzare in modo significativo l'assetto e il capitale del Gruppo RDB.

Alias ha altresì indicato che l'Operazione non è compatibile con l'esecuzione di altre operazioni sul capitale sociale di RDB e, pertanto, ha condizionato l'impegno di cui all'Offerta Alias alla circostanza che l'assemblea straordinaria di RDB, chiamata ad approvare il conferimento al Consiglio di Amministrazione di delega ad aumentare il capitale sociale ai sensi dell'articolo 2443 del Codice Civile (di cui al terzo punto di parte straordinaria dell'assemblea dei soci convocata in data 13 novembre 2011, in prima convocazione e 14 novembre 2011, in seconda convocazione), deliberi che tale delega possa aver esecuzione soltanto in caso di non esecuzione dell'Aumento di Capitale Riservato entro il relativo termine.

Con l'accettazione dell'Offerta Alias il Consiglio di Amministrazione, in virtù di una specifica richiesta in tal senso da parte della stessa Alias, ha concesso a quest'ultima un'esclusiva sino al 30 novembre 2011 impegnandosi a non sollecitare, avviare, proseguire o concludere, direttamente o indirettamente, trattative o negoziati con terzi, aventi ad oggetto: (i) la vendita o qualunque altra forma di disposizione (ivi compresi il conferimento e ogni altro tipo di trasferimento), in tutto o in parte, a qualunque titolo e con qualunque modalità, di azioni o quote delle società controllate e/o partecipate (direttamente e/o indirettamente) da RDB e/o della totalità o di parte del compendio aziendale di RDB e/o delle suddette società; (ii) qualunque accordo, atto, operazione o intesa che sia suscettibile, direttamente e/o indirettamente, di impedire o ritardare l'esecuzione dell'Operazione e/o che sia idoneo a far venire meno l'interesse di Alias a proseguire nella realizzazione della stessa, incluse, a mero titolo esemplificativo operazioni sul capitale della Società (l'“**Obbligo di Esclusiva**”).

L'Obbligo di Esclusiva verrà meno per l'effetto del verificarsi, prima della data di scadenza del 30 novembre 2011, di eventi, fatti o circostanze che, secondo il ragionevole giudizio del Consiglio di Amministrazione della Società, rendano non avverabile una o più delle Condizioni Sospensive.

Ad esito dell'Operazione, Newco arriverà a detenere una partecipazione pari al 66,67% circa del capitale sociale *fully diluted* (ossia all'esito dell'integrale esecuzione dell'Aumento di Capitale Riservato) di RDB; per l'effetto, l'ing. Augusto Federici assumerà – indirettamente tramite Newco e Alias – il controllo della Società ai sensi dell'articolo 93 del D. Lgs. 24 febbraio 1998, n. 58 (il “**TUF**”).

Ai sensi dell'articolo 49, comma primo, lettera b, n. 2 del Regolamento Emittenti, tuttavia, il completamento dell'Operazione, che pure consentirà a Newco di acquisire (con la sottoscrizione delle azioni rivenienti dall'Aumento di Capitale Riservato) una partecipazione nella Società superiore alla soglia del 30% (c.d. soglia d'OPA), non comporterà l'obbligo di offerta pubblica di acquisto totalitaria previsto dall'articolo 106 del TUF in quanto il superamento della soglia d'OPA sarebbe compiuto – in assenza di altri acquisti effettuati o pattuiti nei dodici mesi precedenti – esclusivamente tramite la sottoscrizione dell'Aumento di Capitale Riservato (idoneo a consentire, anche attraverso una ristrutturazione del debito, il risanamento dell'esposizione debitoria del Gruppo e ad assicurare il riequilibrio della sua situazione finanziaria) posto in essere in esecuzione del Piano di Risanamento:

- (i) che è stato reso noto al mercato;
- (ii) che attesta l'esistenza di una situazione di crisi; e
- (iii) la cui ragionevolezza sia certificata da un professionista ai sensi dell'articolo 67, comma 3, lettera d), della Legge Fallimentare (*cf.* successivo paragrafo 1.4).

L'applicazione dell'anzidetta esenzione è stata confermata dalla Consob con comunicazione alla Società e ad Alias in data 20 ottobre 2011.

1.3 Ragioni dell'esclusione del diritto di opzione

L'esclusione del diritto di opzione trova giustificazione nell'interesse della Società a prevenire l'inevitabile deterioramento della situazione economica patrimoniale e finanziaria del Gruppo dando attuazione all'Operazione e favorendo l'ingresso nella compagine sociale di un *partner* industriale, in tempi ragionevolmente brevi.

Infatti, la liberazione da parte di Newco dell'Aumento di Capitale Riservato comporterà, da una parte, la riduzione dell'indebitamento bancario della Società per un importo di circa Euro 15 milioni (con conseguente correlata diminuzione degli oneri finanziari) e, dall'altra, l'attivazione di tutte quelle sinergie di carattere gestionale e industriale fra il Gruppo RDB e il gruppo Sacci che permetteranno, insieme alla rimodulazione dei finanziamenti del Gruppo che sarà disciplinata dalla Convenzione Bancaria e a quant'altro previsto nel contesto dell'Accordo di Moratoria con gli Istituti di Credito, di procedere con l'attuazione del Piano di Risanamento.

Alla luce di quanto sopra, il Consiglio di Amministrazione, dopo aver valutato diverse opzioni e avviato contatti con diversi potenziali investitori, reputa che la proposta di Operazione oggetto della presente Relazione e, dunque, l'esclusione del diritto di opzione dei soci risponda all'interesse della Società.

Al contrario, il ricorso al mercato e il riconoscimento del diritto di opzione renderebbero maggiormente arduo e incerto il processo di risanamento della Società in virtù (i) della presumibile difficoltà nel collocare

l'aumento presso i soci, attesa la già dichiarata indisponibilità dei soci del Patto di Sindacato (che, si ricorda rappresentano più della metà del capitale sociale) a sottoscrivere l'aumento; (ii) della tempistica connessa all'*iter* di approvazione del prospetto informativo e al procedimento di offerta al pubblico; e (iii) delle maggiori difficoltà a reperire soggetti disposti a sottoscrivere in surroga l'eventuale inoptato.

1.4 Effetti in materia di offerta pubblica di acquisto

La sottoscrizione da parte di Newco dell'Aumento di Capitale Riservato comporterà il raggiungimento da parte di Newco di una partecipazione pari al 66,67% circa e, quindi, il superamento della c.d. soglia d'OPA (*i.e.* soglia del 30% del capitale sociale della Società). Conseguentemente, Newco (e/o Alias e/o l'ing. Federici) sarebbero tenuti a promuovere un'offerta pubblica di acquisto totalitaria ai sensi degli articoli 102 e 106 del TUF.

Tuttavia, in considerazione:

- dello stato di crisi in cui versa la Società, come evidenziato dal Piano di Risanamento la cui ragionevolezza sarà attestata dall'Esperto ai sensi dell'articolo 67, comma terzo, lettera d), della Legge Fallimentare;
- del fatto che l'Aumento di Capitale Riservato è reputato idoneo, ai sensi del Piano di Risanamento, a consentire, anche attraverso la ristrutturazione del debito, il risanamento dell'esposizione debitoria della Società e ad assicurare il riequilibrio della sua situazione finanziaria; e
- della dichiarazione di Alias, di Newco e dell'ing. Federici alla Società di non aver effettuato né pattuito e di impegnarsi a non effettuare né pattuire nei dodici mesi precedenti la sottoscrizione dell'Aumento di Capitale Riservato, acquisti di azioni della Società;

troverà applicazione, ai sensi dell'articolo 49, comma 1, lettera b), n. 2 del Regolamento Emittenti, l'esenzione dall'obbligo di promuovere un'offerta pubblica di acquisto totalitaria previsto dagli articoli 102 e 106 del TUF.

L'applicazione dell'anzidetta esenzione è stata confermata dalla Consob con comunicazione alla Società e ad Alias in data 20 ottobre 2011.

2. ANALISI DELLA COMPOSIZIONE DELL'INDEBITAMENTO FINANZIARIO

L'operazione di Aumento di Capitale Riservato oggetto della presente Relazione comporterà una riduzione dell'indebitamento finanziario netto e il rafforzamento della struttura patrimoniale del Gruppo.

Nella tabella che segue si riporta la composizione dell'indebitamento finanziario netto a breve ed a medio/lungo termine della Società e del Gruppo RDB, alla data del 30 giugno 2011.

<i>(in Euro milioni)</i>	30/06/11	31/12/10	30/06/10
Disponibilità liquide	0,0	5,1	13,2
Attività finanziarie al valore di mercato	0,0	0,0	0,0
Altre attività finanziarie correnti	7,8	21,2	22,6
Passività finanziarie correnti	(83,2)	(88,9)	(88,7)
Posizione Finanziaria Netta corrente	(75,4)	(62,5)	(53,0)
Attività finanziarie non correnti	6,0	0,0	0,0
Passività finanziarie non correnti	(44,7)	(54,5)	(62,6)

Posizione Finanziaria Netta non corrente	(38,7)	(54,5)	(62,6)
Posizione Finanziaria Netta Consolidata	(114,0)	(117,0)	(115,6)

3. CONSORZI DI GARANZIA E/O COLLOCAMENTO

Trattandosi di un'operazione di aumento di capitale con esclusione del diritto di opzione, non sono previsti consorzi di garanzia e/o di collocamento.

4. EVENTUALI ALTRE FORME DI COLLOCAMENTO

Non applicabile.

5. CRITERI DI DETERMINAZIONE DEL PREZZO DI EMISSIONE

Il prezzo di emissione delle azioni nell'ambito dell'aumento di capitale con esclusione del diritto di opzione deve essere idoneo a:

- rispettare le prescrizioni di legge, in particolare il disposto dell'articolo 2441 del Codice Civile;
- tutelare i soci privati del diritto di opzione, stabilendo un prezzo che non comporti un effetto diluitivo del patrimonio netto per azione (inteso come valore effettivo del capitale economico dell'azienda); e
- dare agli amministratori la possibilità di fissare un prezzo di emissione idoneo a cogliere le migliori opportunità nell'interesse della Società alla luce delle offerte ricevute, anche in considerazione della situazione di tensione finanziaria in cui versa il Gruppo.

L'articolo 2441, comma sesto, del Codice Civile, stabilisce che il prezzo di emissione delle azioni deve essere determinato (i) in base al valore del patrimonio netto e (ii) tenendo conto, per le azioni quotate in mercati regolamentati, anche dell'andamento delle quotazioni nell'ultimo semestre.

Il patrimonio netto cui fa riferimento la normativa, tuttavia, non è da intendersi come mero patrimonio contabile risultante dall'ultimo bilancio approvato, bensì come valore del patrimonio netto inteso come valore effettivo del capitale economico dell'azienda. Quanto all'andamento delle quotazioni dell'ultimo semestre, trattasi di un criterio fondato sulla considerazione di osservazioni empiriche e non quale frutto di un autonomo processo estimativo.

In questo contesto, il Consiglio di Amministrazione ha ritenuto di condividere, in relazione alla determinazione del prezzo di emissione delle azioni, le considerazioni del Comitato per le Parti Correlate e dell'*advisor* incaricato dal Consiglio su indicazione di detto Comitato, il Prof. Gualtiero Brugger, professore ordinario di Finanza Aziendale nell'Università Commerciale Luigi Bocconi.

Avuto riguardo alla natura di operazione con parte correlata dell'Operazione oggetto della presente Relazione, infatti, in data 26 settembre 2011 il Comitato per le Parti Correlate, nelle persone dei Consiglieri indipendenti Enrico Valdani (Presidente), Gian Michele Calvi e Maurizio Dallochio, ha rilasciato, all'unanimità, il proprio parere positivo motivato in merito (i) all'interesse della Società al compimento dell'Operazione, nonché (ii) alla convenienza e alla correttezza sostanziale delle relative condizioni (si veda il documento allegato *sub A*).

A supporto della valutazioni del Comitato per le Parti Correlate e del Consiglio di Amministrazione, il Prof. Gualtiero Brugger ha rilasciato il proprio parere in data 23 settembre 2011 (si veda il documento allegato *sub B*) osservando, in conclusione, che:

“Dalle analisi svolte in precedenza, sulla base degli elementi informativi disponibili ed alle condizioni che sono state precisate, emerge in definitiva che alle azioni ordinarie di RDB, nella prospettiva del Piano di Risanamento, può essere attribuito un valore intrinseco dell'ordine di € 0,15. Tale importo appare compatibile anche con una valutazione comparativa di mercato, che si è cercato di svolgere pur fra molte difficoltà. Il prezzo medio registrato al Mercato Telematico Azionario di Borsa Italiana non è particolarmente significativo ai fini delle decisioni da assumere.”

Ancora una volta è bene sottolineare le incertezze che si accompagnano alle stime svolte: la prima (DCF) ancorata ai dati attesi da una ristrutturazione complessa; la seconda (multipli) condizionata dalla grande turbolenza dei mercati e dall'esigenza di riferirsi ad un valore futuro di EBITDA, riportato ad oggi.

Il valore con il quale si conclude questa relazione, pari appunto ad € 0,15 per azione, è lievemente inferiore al prezzo di offerta di Alias Srl, pari a 0,1635 euro per azione. Tenendo conto anche delle incertezze incontrate nelle stime, l'offerta è dunque da ritenere congrua.”.

In linea con le valutazioni del Comitato per le Parti Correlate e del Prof. Brugger, anche il Consiglio di Amministrazione ha valutato di non ritenere particolarmente significativi i prezzi di borsa registrati nell'ultimo semestre precedente la data dell'annuncio dell'Operazione in quanto (i), stante l'attuale contesto societario, è divenuto preponderante l'interesse a ricercare sul mercato nuovi mezzi finanziari, necessari per superare l'attuale stato di difficoltà e (ii), avuto riguardo alle caratteristiche del titolo RDB di seguito descritte, il ricorso ai prezzi di borsa non appare soddisfare i necessari requisiti di affidabilità e stabilità indicati dalla miglior dottrina e prassi valutativa.

I corsi dei titoli azionari di società quotate, purché significativi, rappresentano un indicatore affidabile del valore di una società, in quanto incorporino tutte le informazioni pubbliche relative alla società stessa, essendo il risultato di un sistematico processo di arbitraggio degli operatori di mercato che riflette la loro opinione riguardo i profili di redditività, solidità patrimoniale, rischiosità e crescita prospettica della società oggetto di valutazione. Ne deriva, conseguentemente, che la possibilità di far riferimento ai prezzi espressi nelle contrattazioni di borsa quali indicatori affidabili di valore delle azioni oggetto di considerazione presuppone necessariamente, come peraltro confermato da prassi invalsa, l'effettuazione di una preventiva verifica circa la significatività di tali prezzi e quindi, a cascata, delle informazioni di valore che ne promanano. Secondo la miglior dottrina⁽¹⁾, infatti, “*le indicazioni relative al carattere non vincolante dei parametri fissati dalla norma trovano pieno riscontro, senza dubbio, nel “criterio” dell'andamento delle quotazioni per il quale la legge si preoccupa di assicurare solamente che se ne tenga conto, ma quando il dato risulti significativo”.*

L'applicazione delle verifiche di significatività in oggetto alle azioni RDB porta alle seguenti rilevazioni:

- la Società è caratterizzata da una capitalizzazione di Borsa estremamente contenuta - circa Euro 21 milioni alla data della presente Relazione, valore che scende peraltro ulteriormente (meno di Euro 20 milioni) una volta eliminato l'effetto distorsivo delle azioni proprie - che la colloca al 244° posto su 272 società quotate nel MTA di Borsa Italiana;
- il valore del flottante della Società alla data attuale⁽²⁾ è ancor più limitato, essendo stimabile nell'ordine di Euro 7 milioni, importo che peraltro si riduce a circa Euro 3,5 milioni al netto delle azioni possedute dagli azionisti aderenti al Patto di Sindacato della Società e non apportate al medesimo;
- i titoli della Società sono caratterizzati da un livello di liquidità particolarmente esiguo, come si evince, tra l'altro, da alcuni indicatori sintetici: (i) il controvalore giornaliero medio degli scambi nel periodo 1 gennaio – 31 agosto 2011 (periodo più recente coperto dalle statistiche di Borsa Italiana) è stato pari ad Euro 0,05 milioni; (ii) la media giornaliera del numero di titoli RDB scambiati nel medesimo arco temporale (sempre sulla base delle statistiche di Borsa Italiana) è stata pari a 55.000 pezzi; inoltre, considerato che il numero di contratti giornaliero è pari in media a 54,14, si rileva un valore medio del singolo ordine in un intorno di 1.000 pezzi;
- lo *spread* medio percentuale tra i prezzi degli ordini in acquisto ed i prezzi degli ordini in vendita (c.d. *bid/ask*) - altro parametro tradizionalmente considerato da Borsa Italiana ai fini della definizione di titoli “sottili” (cioè titoli a scarsa liquidità) - è stato pari negli ultimi 6 mesi al 4,7%;
- la copertura di ricerca sui titoli della Società da parte di *broker*/case di ricerca è allo stato limitata ad un solo soggetto (specialista);

⁽¹⁾ Vedi Guido Mucciarelli in Rivista delle Società, Il Sopraprezzo delle Azioni, a cura di Ariberto Mignoli e Guido Rossi, 1997, pag. 189.

⁽²⁾ Valore calcolato su un numero di azioni dato dal totale delle azioni emesse al netto (i) delle azioni detenute dal Patto di Sindacato, (ii) delle azioni detenute, direttamente o indirettamente, dall'ing. Augusto Federici e (iii) delle azioni proprie.

- come d'altronde confermato anche dall'importo particolarmente esiguo dei singoli ordini sul titolo indicato in precedenza, gli investitori istituzionali sono praticamente assenti dal capitale della Società;
- negli ultimi mesi il titolo RDB ha fatto registrare livelli di volatilità crescenti e particolarmente elevati.

In conclusione, avuto riguardo sia (i) all'attuale contesto macroeconomico, che determina, *inter alia*, un'accentuata volatilità dei mercati finanziari sia (ii) alle caratteristiche del titolo RDB anzi descritte, in linea con la miglior dottrina e la prassi valutativa, il Consiglio di Amministrazione ha conseguentemente ritenuto di condividere il parere espresso anche dal Prof. Brugger.

Ferma le conclusioni di cui sopra, il Consiglio di Amministrazione ha, inoltre, sviluppato ulteriori analisi ad integrazione delle metodologie applicate. A tal fine il Consiglio ha agito secondo una duplice direttrice; da un lato è stata condotta un'analisi di sensitività dei risultati ottenuti mediante l'applicazione del DCF, dall'altro lato, anche in considerazione dell'andamento, in termini di volumi, del titolo RDB nel periodo precedente la pubblicazione della presente Relazione, si è ritenuto opportuno verificare comunque le indicazioni eventualmente considerabili offerte dal mercato.

Con specifico riferimento al DCF, anche in considerazione della prevista evoluzione del rapporto di indebitamento societario, si è ritenuto opportuno verificare l'impatto indotto da diversi rapporti di leva nella stima dei tassi di attualizzazione, a parità di tutte le altre ipotesi, impiegando i valori corrispondenti al 3 quartile, alla media e alla mediana del campione identificato dal Prof. Brugger.

Per quanto concerne le risultanze offerte dal mercato, oltre al metodo dei multipli di borsa già applicato dal Prof. Brugger, sono stati analizzati:

- i prezzi di borsa del titolo RDB con riferimento a diversi orizzonti temporali, concentrando l'attenzione sul periodo più recente successivo alla data di pubblicazione della relazione semestrale al 30 giugno c.a., *i.e.* 29 agosto 2011;
- i prezzi registrati in transazioni aventi ad oggetto società operanti nei medesimi settori di RDB, realizzate nel corso degli ultimi tre esercizi.

I risultati emergenti dall'applicazione dei metodi di mercato (multipli di borsa, multipli di transazioni comparabili, e prezzi di borsa) sono stati quindi uniformemente ponderati al fine di addivenire ad una valorizzazione di mercato.

La considerazione congiunta e paritetica della valorizzazione di mercato e dei risultati emergenti dall'analisi di sensitività condotta sul modello DCF ha mostrato una sostanziale convergenza rispetto al valore stimato dal Prof. Brugger e recepito dal Comitato per le Parti Correlate.

Tenuto conto, inoltre, del fatto che l'Aumento di Capitale Riservato è uno dei presupposti essenziali della ristrutturazione aziendale, il Consiglio di Amministrazione, supportato anche dalle indicazioni ricevute dal Prof. Brugger e dal Comitato per le Parti Correlate, ritiene che sia interesse primario della Società procedere con l'Aumento di Capitale Riservato.

Il parere di congruità della società di revisione PricewaterhouseCoopers S.p.A. – soggetto incaricato per legge della revisione legale dei conti – in ottemperanza a quanto previsto dall'articolo 2441, comma sesto, del Codice Civile e dell'articolo 158 del TUF sarà messo a disposizione del pubblico presso la sede legale della Società, sul sito *internet* della stessa www.rdb.it e presso Borsa Italiana S.p.A. nei termini di legge.

6. AZIONISTI CHE HANNO MANIFESTATO LA DISPONIBILITÀ A SOTTOSCRIVERE LE AZIONI DI NUOVA EMISSIONE

L'aumento di capitale con esclusione del diritto di opzione è come illustrato nella presente Relazione riservato a Newco ai sensi dell'articolo 2441, comma quinto, del Codice Civile.

7. PERIODO PREVISTO PER L'ESECUZIONE DELL'AUMENTO DI CAPITALE

L'operazione di aumento di capitale sociale con esclusione del diritto di opzione potrà essere eseguita immediatamente dopo l'approvazione della relativa proposta, all'avveramento delle Condizioni Sospensive, ed entro il termine di sottoscrizione che sarà fissato dal Consiglio di Amministrazione della Società, comunque non oltre il 30 giugno 2013.

8. DATA DI GODIMENTO DELLE AZIONI DI NUOVA EMISSIONE

Le azioni ordinarie di nuova emissione avranno godimento regolare e, pertanto, garantiranno ai loro possessori gli stessi diritti delle azioni ordinarie RDB in circolazione alla data della relativa emissione.

9. EFFETTI ECONOMICO-PATRIMONIALI E FINANZIARI

L'Operazione, anche in considerazione della situazione di crisi finanziaria della Società, supera gli indici di rilevanza applicabili secondo quanto previsto dal Regolamento 17221 e dalla Procedura per le Operazioni con Parti Correlate.

Poiché l'Operazione consiste in un aumento di capitale gli effetti economici, patrimoniali e finanziari diretti sono riconducibili ad un rafforzamento del patrimonio netto della Società pari all'importo dell'Aumento di Capitale Riservato e, quindi, di circa Euro 15 milioni.

Da un punto di vista complessivo, l'Operazione si inserisce nell'ambito del rafforzamento patrimoniale previsto dal Piano di Risanamento in corso di discussione e realizza il parziale esdebitamento di RDB. Essa è pertanto finalizzata al risanamento dell'esposizione debitoria del Gruppo e ad assicurare il riequilibrio della sua situazione finanziaria.

10. EFFETTI SUL VALORE UNITARIO DELLE AZIONI DELL'EVENTUALE DILUIZIONE DI DETTO VALORE

Si segnala, preliminarmente, che l'Aumento di Capitale Riservato, posto che il prezzo di sottoscrizione delle azioni emesse nell'ambito di detto aumento è inferiore al valore del patrimonio netto risultante dal bilancio al 31 dicembre 2010, comporta effetti diluitivi sul valore dell'azione RDB nella misura del 66,67% circa.

Nella tabella che segue sono descritti gli effetti sull'azionariato della Società derivanti dall'esecuzione dell'Aumento di Capitale Riservato.

	Situazione Attuale	%	Post Aumento di capitale riservato a Newco	%
Cofib S.p.A.	4.310.580	9,40%	4.310.580	3,13%
<i>di cui</i>				
Augusto Federici	4.018.380	8,76%	4.018.380	2,92%
<i>(tramite C.I.F.E. S.p.A. e Sacci S.p.A.)</i>				
Newco*	0	0,00%	91.743.119	66,67%
Patto di Sindacato	22.971.075	50,09%	22.971.075	16,69%
RDB (azioni proprie)	3.010.240	6,56%	3.010.240	2,19%
Altri azionisti	15.569.130	33,95%	15.569.130	11,31%

TOTALE	45.861.025	100,00%	137.604.144	100,00%
---------------	-------------------	----------------	--------------------	----------------

* La partecipazione di Alias al capitale di Newco non sarà inferiore al 50,1%.

L'interessenza economica di Alias in Newco, ai sensi dei patti parasociali, sarà comunque del 50,0%.

11. PROPOSTE DI DELIBERA E MODIFICHE STATUTARIE

Alla luce di quanto suesposto, il Consiglio di Amministrazione Vi propone di adottare la seguente deliberazione:

“L’Assemblea straordinaria di RDB

- *preso atto della Relazione del Consiglio di Amministrazione redatta ai sensi dell’articolo 2441, comma sesto, del Codice Civile;*
- *preso atto del parere della società di revisione in ordine alla congruità del prezzo di emissione delle azioni in ottemperanza a quanto previsto dall’articolo 2441, comma sesto, del Codice Civile e dell’articolo 158 del TUF;*

delibera

- A. *di aumentare il capitale sociale a pagamento, per complessivi Euro 14.999.999,9565 (quattordicimilioninovecentonovantanovemilanovecentonovantanove/96), mediante emissione, in unica soluzione, di n. 91.743.119 azioni prive di valore nominale, con esclusione del diritto di opzione ai sensi dell’articolo 2441, comma quinto, del Codice Civile;*
- B. *che l’aumento di capitale sarà riservato alla sottoscrizione di una società controllata da Alias S.r.l. e partecipata da banche creditrici della Società e potrà essere liberato anche tramite compensazione tra il prezzo di sottoscrizione delle azioni di nuova emissione e crediti vantati dal soggetto sottoscrittore nei confronti di RDB;*
- C. *che le azioni di nuova emissione avranno godimento pari a quello delle azioni in circolazione alla data di emissione e saranno oggetto di specifica richiesta di ammissione a quotazione;*
- D. *che l’aumento di capitale è inscindibile e dovrà essere sottoscritto e versato in unica soluzione entro il termine fissato dal Consiglio di Amministrazione della Società, comunque, non oltre il 30 giugno 2013;*
- E. *di approvare la modifica dell’articolo 6 del vigente statuto sociale, aggiungendo al medesimo un nuovo comma del seguente letterale tenore:*

“L’Assemblea straordinaria in data 14 novembre 2011 ha deliberato di aumentare il capitale sociale a pagamento, in denaro, in via inscindibile per Euro 14.999.999,9565 (quattordicimilioninovecentonovantanovemilanovecentonovantanove/96), mediante emissione di n. 91.743.119 azioni prive di valore nominale, con esclusione del diritto di opzione ai sensi dell’articolo 2441, comma quinto, del Codice Civile, da offrire in sottoscrizione ad Alias S.r.l. o a soggetto dalla stessa controllato e designato, al prezzo di sottoscrizione di Euro 0,1635 ciascuna, che potrà essere sottoscritto e versato - entro il termine finale fissato dal Consiglio di Amministrazione della Società, comunque, non oltre il 30 giugno 2013 - anche tramite compensazione con crediti vantati dal sottoscrittore nei confronti di RDB come meglio stabilito dalla relativa deliberazione assembleare”.
- F. *di prendere atto che le deliberazioni sopra assunte sono subordinate alla relativa iscrizione nel Registro delle Imprese ai sensi dell’articolo 2436 del Codice Civile, ed assumeranno pertanto efficacia, subordinatamente a tale evento, solo dopo l’iscrizione medesima;*
- G. *di conferire mandato al Consiglio di Amministrazione per fare luogo agli adempimenti connessi all’esecuzione dell’aumento medesimo, ivi compreso quello di fissarne il termine di sottoscrizione e versamento, comunque non oltre il 30 giugno 2013, e quello di effettuare il deposito di cui all’articolo 2444 del Codice Civile ed il deposito dello statuto riportante la cifra aggiornata del capitale sociale ai sensi dell’articolo 2436 del Codice Civile;*
- H. *di autorizzare il Consiglio di Amministrazione, e per esso il Presidente del Consiglio di Amministrazione, a dare esecuzione alle deliberazioni sopra assunte ed a provvedere alle pubblicazioni di legge delle medesime.”.*

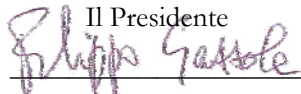
* * *

Le modifiche statutarie proposte non comportano il sorgere del diritto di recesso ai sensi dell'articolo 2437 del Codice Civile.

Pontenure, 22 ottobre 2011

per il Consiglio di Amministrazione

Il Presidente

A handwritten signature in dark ink, appearing to read "Filippo Gazzola", written over a horizontal line.

Prof. Filippo Gazzola

Piacenza 26/09/2011

Spettabile

RDB S.p.A.

Alla cortese attenzione del Presidente del Consiglio di Amministrazione

Egregio Presidente,

in data 26 settembre 2011, alle ore 14.00, si è riunito il Comitato per il Controllo Interno, con funzione di Comitato per le Operazioni con le Parti Correlate (il “**Comitato**”), ed in tal veste composto esclusivamente dagli amministratori indipendenti Enrico Valdani, Maurizio Dallochio e GianMichele Calvi, di RDB S.p.A. (“**RDB**” o la “**Società**”), chiamato ad esprimere il proprio parere in merito all’aumento di capitale con esclusione del diritto d’opzione riservato ad Alias S.r.l. (“**Alias**”) nel contesto dell’operazione di ricapitalizzazione e di sinergie industriali da quest’ultima proposta (l’“**Operazione**”).

L’Operazione consiste in un rafforzamento patrimoniale della Società per Euro 15 milioni da realizzarsi mediante l’intervento da parte di una società dedicata (“**Newco**”), controllata da Alias e partecipata da banche creditrici di RDB, tramite un aumento di capitale riservato a Newco idoneo a consentire il risanamento dell’esposizione debitoria dell’impresa e ad assicurare il riequilibrio della sua situazione finanziaria; l’aumento di capitale proposto prevede l’emissione di nuove azioni pari al 66,67% del capitale sociale *fully diluted* (ossia all’esito dell’integrale esecuzione dell’aumento di capitale proposto), ad un prezzo di sottoscrizione pari a Euro 0,1635 per azione (l’“**Aumento di Capitale Riservato**”). Le azioni di nuova emissione saranno liberate tramite compensazione del prezzo di sottoscrizione con crediti finanziari vantati da Newco nei confronti della Società.

Natura della correlazione

Alias è la *holding* di partecipazioni della famiglia Federici e società controllante la società Sacci S.p.A. (“**Sacci**”), importante operatore industriale nel mercato del cemento e del calcestruzzo; l’ing. Augusto Federici – socio di controllo e consigliere di amministrazione di Alias – (i) indirettamente tramite Sacci e la società C.I.F.E S.p.A., detiene una partecipazione pari, alla data della presente, a circa l’8,7% nel capitale sociale di RDB ed (ii) è amministratore della Società dal 19 aprile 2010.

Alla luce di quanto sopra, l’Operazione è qualificabile quale “operazione con parte correlata” a mente del Regolamento recante disposizioni in materia di operazioni con parti correlate adottato da Consob con delibera n. 17221 del 12 marzo 2010 e della correlativa procedura adottata dalla Società in data 19 novembre 2010 (la “**Procedura**”).

Contesto dell’Operazione

Nel primo semestre 2011, anche in conseguenza della persistente difficile congiuntura di mercato che ha colpito il settore delle costruzioni, il Gruppo RDB è andato incontro ad un progressivo deterioramento della situazione finanziaria che ha generato mancanza di liquidità.

In tale contesto, in data 13 maggio 2011, il Consiglio di Amministrazione, in concomitanza con l’approvazione del resoconto intermedio di gestione al 31 marzo 2011, prendendo atto dello stato

di crisi della Società, ha ritenuto necessario avviare un processo di razionalizzazione aziendale e finanziaria volto a creare le condizioni per il risanamento dell'esposizione debitoria e il riequilibrio finanziario della Società e del gruppo RDB.

Nel corso del 2011 la Società ha tentato, nell'ambito del processo di risanamento, di perseguire varie ipotesi di ricapitalizzazione; in particolare, ci risulta che la Società abbia coltivato possibili intese con fondi di *private equity*, con imprenditori e con importanti società industriali, anche operanti nel settore, al fine di trovare la soluzione più idonea ad assicurare il rilancio del gruppo RDB sia sotto il profilo finanziario sia sotto il profilo industriale.

All'ordine del giorno del Consiglio di Amministrazione in data odierna è prevista l'approvazione, sulla base del piano industriale del gruppo RDB approvato in data 28 luglio 2011 (il "**Piano Industriale**"), di un piano di ristrutturazione del debito funzionale alla realizzazione del Piano Industriale (il "**Piano Finanziario**" e, unitamente al Piano Industriale, il "**Piano di Risanamento**"); il Piano di Risanamento sarà sottoposto ad asseverazione ai sensi dell'articolo 67 della Legge Fallimentare.

L'Operazione proposta da Alias

Nel contesto delle attività di ricerca di investitori di cui sopra, in data 10 giugno 2011 Alias ha fatto pervenire al Consiglio di Amministrazione della Società una manifestazione di interesse che prevedeva, *inter alia*, un aumento di capitale ad essa riservato per Euro 15 milioni.

Successivamente, in data 20 settembre 2011 Alias ha fatto pervenire alla Società un'offerta vincolante in linea con l'anzidetta manifestazione di interesse, prevedendo, oltre all'Aumento di Capitale Riservato, l'apporto di competenze/risorse manageriali e *best practice* gestionali tali da consentire, in linea con il Piano di Risanamento e nel contesto dell'accordo che potrà essere raggiunto con le banche creditrici del gruppo RDB, il riequilibrio economico-finanziario della Società e del gruppo RDB.

L'impegno di Alias a sottoscrivere l'Aumento di Capitale è subordinato all'avveramento delle seguenti condizioni sospensive:

- (i) attestazione della ragionevolezza del Piano di Risanamento, ai sensi e per gli effetti dell'articolo 67, comma terzo, lettera d) della Legge Fallimentare, ad opera dell'esperto a ciò designato;
- (ii) sottoscrizione della convenzione bancaria tra la Società e le banche creditrici sulla base del Piano di Risanamento di cui al punto (i); e
- (iii) rilascio da parte di Consob dell'esenzione dall'obbligo di offerta pubblica di acquisto ai sensi dell'art. 49 del Regolamento Emittenti;
- (iv) ottenimento dell'autorizzazione ovvero non apertura dell'istruttoria in relazione all'Operazione da parte della competente autorità *antitrust*;
- (v) deliberazione da parte dell'assemblea della Società dell'Aumento di Capitale Riservato;
- (vi) sino al *closing* dell'Operazione, da intendersi come sottoscrizione del suddetto Aumento di Capitale Riservato, mancato compimento e/o deliberazione di qualsiasi operazione straordinaria o comunque suscettibile di influenzare in modo significativo l'assetto e il capitale del gruppo RDB.

Valutazioni del Comitato

In conformità con la Procedura, nell'espletamento dei compiti riservati al Comitato quest'ultimo si è fatto assistere dal prof. Gualtiero Brugger, professore ordinario di Finanza Aziendale nell'Università Commerciale Luigi Bocconi, in qualità di esperto indipendente.

Il prof. Brugger ha reso disponibile il proprio parere circa l'Operazione in data odierna, concludendo, sulla base degli elementi informativi raccolti, circa la congruità e la non contrarietà all'interesse degli azionisti di un prezzo di emissione compreso tra Euro 0,16 ed Euro 0,17 per nuova azione.

Il Comitato ha ritenuto opportuno, per completezza di analisi, esaminare la bozza del Piano di Risanamento elaborato dalla Società con l'assistenza di Bain & Company e che si prevede sia sottoposto ad attestazione di ragionevolezza - ex art. 67, comma terzo, lettera d) della Legge Fallimentare - ad opera dell'esperto allo scopo designato, a valle dell'illustrazione dello stesso Piano di Risanamento agli istituti di credito.

Il Comitato, ad esito delle analisi compiute e considerato:

- la delicatezza della situazione che sta attraversando il gruppo RDB e le conseguenti necessità finanziarie;
- l'impegno di Alias a completare l'Operazione di aumento di capitale ad essa riservato all'avverarsi delle condizioni sospensive;
- che le risorse messe a disposizione della Società con l'Aumento di Capitale Riservato rappresentano uno dei presupposti del Piano di Risanamento;
- che l'Operazione consentirebbe alla Società di definire chiaramente un azionista di riferimento, a capo di un primario gruppo nazionale con ruolo preminente nel settore del cemento, in grado di supportare i progetti della Società in una prospettiva di continuità aziendale; e
- il parere del prof. Brugger;

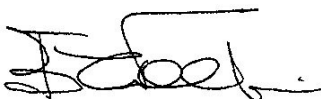
ESPRIME PARERE FAVOREVOLE

al compimento della summenzionata Operazione, premesso il positivo completamento di quanto sopra esposto e dedotto a condizione sospensiva dell'impegno di Alias, al prezzo di emissione unitario per azione proposto da Alias e pari a Euro 0,1635 per azione, valutando positivamente, sia dal punto di vista patrimoniale/finanziario sia dal punto di vista industriale, l'Operazione proposta da Alias e ritenendo sussistente l'interesse della Società al compimento dell'Operazione.

* * *

per il Comitato per il Controllo Interno

il Presidente



Enrico Valdani

Parere pro-veritate

1. Premessa: la crisi del Gruppo RDB ed il programma di ristrutturazione in atto

Mi è stata rappresentata la situazione aziendale descritta di seguito.

1.1 Fondata nei primi anni del secolo scorso, l'attuale RDB SpA è stata protagonista di uno sviluppo che l'ha posta al vertice del un Gruppo leader in Italia nella produzione di strutture prefabbricate in cemento armato per costruzioni residenziali, nonché di mattoni in calcestruzzo cellulare. Il Gruppo è annoverato anche fra i maggiori produttori di mattoni faccia a vista, destinati in prevalenza alla realizzazione di edifici residenziali. Le attività svolte fanno ora capo a due distinte *business unit*: la Divisione Prefabbricati e la Divisione Edilizia.

A coronamento del processo di sviluppo, nel 2007 le azioni ordinarie della Società sono state ammesse alla trattazione nel segmento Star del Mercato Telematico Azionario (MTA) di Borsa Italiana. Il prezzo di quotazione (19 giugno 2007) è stato pari ad € 5,10.

1.2 La crescita, realizzata sia per vie interne che attraverso acquisizioni, ha peraltro condotto anche ad una notevole dispersione sia delle linee di prodotti che dei siti produttivi. Nel 2008 è stato perciò annunciato un programma di ristrutturazione, che ha comportato la cessione di attività non strategiche, la riorganizzazione del *management* e la razionalizzazione dei costi di struttura. Tale programma è stato portato avanti negli anni 2009-2010, in concomitanza con la crisi che ha investito il settore e l'intera economia mondiale.

L'esercizio 2010 ha fatto registrare una contrazione dei ricavi (consolidati) del 25% circa rispetto al 2009 (già un declino del 32% circa rispetto al 2008). La perdita operativa (EBIT) tenendo conto anche dei costi non ricorrenti, è stata peraltro di € 3,9 milioni contro € 19,2 milioni dell'esercizio precedente (e € 4,3 milioni del 2008).

A fine anno, il patrimonio netto consolidato di Gruppo era comunque pari ad € 134,1 milioni, corrispondenti a circa € 2,9 per azione. Tale valore era convalidato da un'analisi di *impairment* della quale ha presto atto la Pricewaterhouse Coopers, Revisore ufficiale della Società, chiamata a pronunciarsi in particolare sull'ingente valore di avviamento (per la Divisione Prefabbricati) iscritto nel bilancio consolidato ad esito delle operazioni di concentrazione effettuate.

Nei primi mesi del 2011 il prezzo di Borsa del titolo oscillava intorno a € 2 per azione. La *equity research* di Banca IMI del 18 marzo 2011 (l'ultima disponibile) indicava, sulla base di previsioni aggiornate, un *target price* di € 1,9 (rispetto al precedente di € 2,10). Banca IMI è il solo intermediario che assicuri una copertura di analisi per RDB.

1.3 La crisi si è peraltro rivelata molto più forte delle azioni di contrasto del *management*. Le analisi svolte da Bain and Company nel luglio 2011 (si veda di seguito) hanno messo in evidenza, per il periodo 2008-2010, un elevato tasso di caduta del valore della produzione (circa il 29% medio annuo composto); un incremento dell'incidenza dei costi fissi (ancorché diminuiti in valore assoluto), pur a fronte di un miglioramento del margine di contribuzione per effetto del diverso mix di prodotti; il sostenimento di ingenti costi di ristrutturazione, soprattutto nel 2009; il peso crescente degli oneri finanziari per effetto dell'appesantimento della posizione finanziaria netta.

Le ragioni delle crisi sono state individuate dai consulenti in fattori sia esterni che interni. Le cause esogene comprendono il declino del mercato dell'edilizia, il forte incremento del prezzo dei materiali di base e la presenza di un eccesso di capacità produttiva in aggregato, che hanno condotto sia ad una contrazione dei volumi e dei prezzi, sia ad una perdita di marginalità. Le cause endogene sono rappresentate, come già si è detto, dalla crescente incidenza dei costi fissi sia della Divisione Prefabbricati che di Sede; da un lieve peggioramento della posizione di costo della medesima *business unit*; dagli ingenti esborsi monetari sostenuti negli ultimi anni per acquisizioni (non seguite da una adeguata integrazione successiva); dagli elevati oneri per costi straordinari di chiusura subiti nel corso del 2009. Per conseguenza, le azioni volte al contenimento dei costi e ad un razionale utilizzo della capacità produttiva non sono state sufficienti a contrastare gli effetti del declino dei volumi.

1.4 Nel primo semestre del 2011, in seguito alla perdurante congiuntura negativa di mercato, e pur in presenza delle misure di contenimento già descritte, il Gruppo RDB ha dovuto prendere atto di una crisi finanziaria che si è progressivamente aggravata, per mancanza della liquidità necessaria all'alimentazione del normale capitale circolante.

Nel maggio 2011, in concomitanza con l'approvazione del Resoconto Intermedio di Gestione al 30 marzo, il Consiglio di Amministrazione di RDB ha approvato le linee guida per la redazione di un piano industriale e finanziario (di seguito il "Piano di Risanamento"), essenzialmente rappresentate dall'ulteriore dismissione di attività non strategiche; da una sostanziale riduzione dei costi operativi; dalla razionalizzazione dell'utilizzo della capacità produttiva, selezionando gli impianti da tenere in attività; dalla ristrutturazione dell'indebitamento bancario e dal reperimento di nuove risorse finanziarie, anche mediante un aumento di capitale.

A Bain & Company è stata richiesta l'assistenza professionale per la redazione della parte industriale del Piano, affiancando l'Amministratore Delegato, al quale è stato affidato anche il compito di definire la manovra finanziaria. A tale scopo sono stati stabiliti gli opportuni contratti sia con le banche finanziatrici, sia con i Soci storici, sia con potenziali nuovi investitori. Le esplorazioni compiute ai fini di una ricapitalizzazione di RDB sono riferite nei verbali del Consiglio di Amministrazione.

1.5 Il 10 giugno 2011 il Consiglio di Amministrazione della Capogruppo ha reso noto di avere ricevuto da Alias Srl, società che controlla l'impresa di costruzioni Sacci SpA, la quale a sua volta detiene l'8,9% circa del capitale di RDB SpA, una manifestazione di interesse, non vincolante e subordinata ad una serie di condizioni, per un intervento a favore della medesima RDB (di seguito la "Operazione Newco"). In sostanza è stato prospettato un aumento di capitale di € 15 milioni, da eseguire attraverso una società di scopo (Newco) convertendo crediti bancari da questa precedentemente acquisiti, ad un prezzo di sottoscrizione unitario compreso fra € 0,16 ed € 0,17 per azione. L'intervento finanziario sarebbe completato da un affiancamento operativo da parte di Sacci. Va ricordato che ai sensi del vigente statuto le azioni ordinarie della Società hanno un valore nominale di € 1 e che all'epoca della proposta il corso di Borsa del titolo si avvicinava ad € 1,6; degli altri termini di riferimento si è già detto.

All'annuncio della manifestazione di interesse il mercato ha risposto positivamente, con un incremento momentaneo dei prezzi (che in seguito hanno tuttavia ripreso a scendere) e soprattutto dei volumi (anch'essi in seguito tornati a livelli piuttosto esigui).

Nel luglio 2011 l'operazione proposta è stata approvata dall'assemblea del Patto di Sindacato di RDB.

1.6 Il 28 luglio 2011 il Consiglio di Amministrazione della Capogruppo ha approvato il Piano di Risanamento per la parte industriale, predisposto con il concorso di Bain & Company, e le linee guida della manovra finanziaria.

Tale Piano, in forte discontinuità rispetto a quello approvato pochi mesi prima, nel dicembre 2010, prevede la chiusura di numerose unità produttive e la temporanea sospensione dell'attività in altre, in attesa di una ripresa della domanda nel 2013; l'utilizzo degli ammortizzatori sociali nel 2011-2012; varie misure di riduzione dei costi fissi, compresi gli affitti; interventi nell'area della programmazione della produzione e dell'organizzazione aziendale. Sotto il profilo temporale, il secondo semestre del 2011 sarebbe dedicato al contenimento delle perdite ed alla ristrutturazione, da completare nel 2012; gli anni successivi vedrebbero il recupero della produttività di stabilimento ed una forte razionalizzazione della struttura aziendale.

Il Piano tiene conto degli oneri straordinari di chiusura e dei proventi straordinari di realizzo attesi. Tiene conto anche della vendita dello stabilimento di Pontenure alla società Xella e dello scioglimento della *joint-venture* con quest'ultima, con un'articolata operazione che dovrebbe concludersi entro il settembre 2011 e comportare per RDB un incasso netto poi precisato in € 11,1 milioni (al quale si aggiungeranno poi altri 4 milioni per la cessione di rimanenze).

Sul fronte finanziario, il Piano indica le misure già adottate, espone le linee guida della manovra finanziaria e presenta il budget di tesoreria per i successivi mesi del 2011. Ulteriori elementi informativi in materia sono forniti nella Relazione Finanziaria Semestrale al 30 giugno 2011, approvata dal Consiglio di Amministrazione di RDB il 29 agosto, dove si legge che alla fine di luglio sono state ottenute dalle principali banche finanziatrici nuove linee di credito per circa € 7 milioni a titolo di anticipazioni su contratti, per far fronte ai pagamenti

più urgenti nei confronti dei fornitori strategici consentendo la ripresa dei cantieri in corso, e che all'inizio di agosto sono stati sottoscritti accordi di mantenimento e di moratoria fino al 15 ottobre 2011, in attesa della definizione anche della parte finanziaria del Piano di Risanamento.

Le linee guida della manovra finanziaria (ancora da precisare in quel momento) indicano due direttrici: il rafforzamento patrimoniale attraverso l'aumento di capitale di € 15 milioni circa di cui all'Operazione Newco e la ristrutturazione dell'indebitamento bancario. Quest'ultima mira ad assicurare il mantenimento delle linee di credito a breve termine, a riscadenziare i pagamenti per i rapporti a medio-lungo termine, ad acquisire nuova finanza per il sostegno del Piano.

Nella Relazione Finanziaria Semestrale sono illustrati questi sviluppi e si dà notizia, oltre che del flusso monetario generato dalla cessione a Xella di cui si è detto, della positiva conclusione di un contenzioso ("Iodo Cividini"), con un provento netto di circa € 7,3 milioni. Questi due eventi daranno un contributo significativo alla liquidità aziendale.

1.7 Di fronte all'appesantimento delle crisi ed alla forte discontinuità degli indirizzi di gestione, il Consiglio di Amministrazione di RDB ha chiesto al management di effettuare un aggiornamento delle precedenti analisi di *impairment*, per accertare, alla luce del nuovo Piano, il valore recuperabile sia della Divisione Prefabbricati, ove erano allocati valori di avviamento per circa € 74 milioni, sia della Divisione Edilizia. Le analisi sono poi state sottoposte alla Pricewaterhouse Coopers, Revisore ufficiale della Società, ai fini dell'esame della Relazione Finanziaria Semestrale.

Il relativo documento (Analisi di Impairment Test al 30 giugno 2011) illustra le premesse della verifica (il Piano e le linee guida della manovra finanziaria), le ipotesi di base assunte e le modalità tecniche di svolgimento delle valutazioni, in accordo con quanto stabilito dallo IAS 36. In sostanza è stata compiuta una valutazione *asset-side* delle due Divisioni, attualizzando ad un costo medio ponderato del capitale dell'8,69% i flussi operativi per il periodo di previsione analitica indicati dal Piano, come pure i valori terminali risultanti dall'estrapolazione ad infinito dei flussi del 2016, senza crescita ed aggiustando conseguentemente le variazioni del capitale circolante e del capitale fisso. A parte è stato considerato il valore attualizzato dei fondi TFR di pertinenza.

In conclusione, alla Divisione Prefabbricati è stato attribuito un *value in use* di € 49,5 milioni (dovuto per intero al *valore terminale*, essendo negativo il valore attuale dei flussi del periodo di Piano) mentre per la Divisione Edilizia la stima è stata di € 26,1 milioni. Da ciò è emersa una differenza negativa, rispetto al valore contabile del capitale investito di pertinenza, di € 33 milioni nel primo caso e di € 19,4 milioni nel secondo. Nel bilancio consolidato al 30 giugno 2011 il valore di avviamento della Divisione Prefabbricati è stato conseguentemente ridotto di € 33 milioni, mentre in base ai principi contabili nessuna rettifica si è resa allo stato necessaria per tenere conto del minor valore recuperabile della Divisione Edilizia.

È bene ricordare che le verifiche di *impairment* hanno obiettivi propri, diversi da quelli delle analisi compiute in vista di operazioni finanziarie, dalle quali possono divergere anche per talune modalità tecniche di svolgimento, dovendo riflettere le più rigide disposizioni dei principi contabili internazionali. Anche le stime di *impairment* hanno peraltro natura di valutazioni economiche, come quelle compiute in occasione di operazioni finanziarie: le une e le altre condividono infatti le logiche di base, anche se come ho detto possono comportare passaggi tecnici diversi, e sono dunque riconciliabili, una volta precisate queste differenze.

Nel nostro caso, se al patrimonio netto consolidato di Gruppo al 30 giugno 2011 fosse stata imputata anche la perdita di valore della Divisione Edilizia (riferibile per il 5% circa alle quote di terzi) si sarebbe ottenuto un importo dell'ordine di € 16,5 milioni, corrispondente al 53% circa della capitalizzazione di Borsa alla stessa data (€ 31,3 milioni).

1.8 La Relazione Finanziaria Semestrale al 30 giugno 2011, già citata, riferisce gli eventi in precedenza esposti e commenta i risultati di periodo, rappresentati da una perdita netta attribuibile al Gruppo di € 91,9 milioni, sulla quale hanno pesato importanti componenti straordinari per svalutazioni e accantonamenti. Il patrimonio netto consolidato (comprese le quote di terzi) è stato di € 42,2 milioni, contro una posizione finanziaria netta di € 113,9 milioni (€ 90,7 milioni al netto dei debiti da trasferire a Xella).

Nel capitolo “*Analisi dei rischi*”, la Relazione affronta esplicitamente il tema della continuità aziendale, segnalando gli elementi positivi che concorrono in questo senso, già descritti in precedenza, ma sottolineando anche il persistere di significative incertezze. Queste ultime sono ricondotte alla definizione, ancora in corso in quel momento, di un Piano Finanziario

sostenibile, a complemento del Piano Industriale già approvato, ed al successivo ottenimento dell'attestazione di ragionevolezza dell'intero Piano di Risanamento ex art. 67, comma terzo, lettera d) della legge fallimentare ad opera del professionista già designato, il Dott. Riccardo Ranalli.

Tenendo conto di tutti gli elementi informativi disponibili, comunque, sia il Piano Industriale, sia le analisi di *impairment*, sia la Relazione Finanziaria Semestrale sono basate sul presupposto della continuità aziendale, pur nella consapevolezza della presenza di rischi significativi. Nell'ultimo documento, in particolare, è messo in piena luce il delicato ruolo che assumono ai fini del Piano gli obiettivi di rafforzamento patrimoniale, di cui è presentata come concreta evidenza la proposta costituita dall'Operazione Newco. Si tratta, come è già stato ricordato, dell'aumento di capitale di € 15 milioni ad opera di una società di scopo costituita da Alias Srl e da banche creditrici di RDB, eseguito mediante conversione di crediti bancari, ad un prezzo di sottoscrizione collocato fra € 0,16 ed € 0,17 per azione.

1.9 In data 16 settembre 2011 il Piano Industriale, elaborato con l'assistenza di Bain & Company, ha ricevuto un aggiornamento ed è stato completato con il Piano Finanziario da sottoporre alle banche. Un ulteriore aggiornamento è stato predisposto nei giorni scorsi. Nel momento in cui questa relazione è licenziata il Piano di Risanamento, completato e aggiornato, non è ancora stato approvato dal Consiglio di Amministrazione di RDB, né ha ricevuto il consenso delle controparti finanziarie alle quali sarà sottoposto, né ha ottenuto l'attestazione di ragionevolezza ex art. 67, comma terzo, lettera d) della legge fallimentare ad opera dell'esperto allo scopo designato. Ai fini della presente relazione si deve assumere che questi avalli (costituenti tra l'altro condizioni indispensabili per l'aumento di capitale previsto dall'Operazione Newco) siano ottenuti, senza modificazioni tali da alterare le basi delle stime in seguito svolte.

Nell'area operativa, l'ultima edizione del Piano contiene aggiornamenti che riducono la perdita operativa, a livello di EBITDA, per il 2011 come per il 2012 e prevedono in seguito risultati migliori rispetto alle stime iniziali. Nel 2016 è previsto un EBITDA più elevato di circa € 0,4 milioni.

Nell'area finanziaria, il Piano è basato sui seguenti presupposti essenziali:

- a) aumento di capitale per € 15 milioni mediante conversione di crediti bancari, come previsto dall'Operazione Newco;
- b) cessione a Xella dell'impianto e delle rimanenze dello stabilimento Gasbeton di Pontenure, con un flusso netto di cassa per RDB di circa € 15,1 milioni (al quale si accompagnerà il trasferimento di debiti consolidati per circa € 23milioni);
- c) mantenimento delle linee di credito a breve termine in essere, con riduzione dello *spread* rispetto all'*Euribor* a 100 *basis point*, e moratoria sino a fine 2014 per il rimborso delle quote in scadenza dei mutui ipotecari (la cui estinzione avverrebbe entro il 2022);
- d) concessione da parte delle banche creditrici di nuova finanza per € 26 milioni, a copertura dei fabbisogni previsti dal Piano, con rimborsi per complessivi € 7,6 milioni nel periodo 2013 – 2016 ed estinzione del debito residuo entro il 2022.

Complessivamente è previsto che l'indebitamento finanziario netto, calcolato in € 90,7 milioni a fine giugno 2011 (prescindendo dai debiti da trasferire a Xella) cresca sino a € 109,0 milioni a fine 2013 per poi ridursi progressivamente a € 97,7 milioni al termine del 2016.

Il negoziato con le banche creditrici potrà naturalmente condurre a qualche variazione nel Piano Finanziario. Ciò che conta ai fini delle analisi svolte di seguito sono i flussi di cassa operativi, che devo assumere nella consistenza e nella distribuzione temporale indicate dal Piano per le due Divisioni; flussi modificati rispetto a quelli sulla cui base sono state svolte le verifiche di *impairment*. Così come devo assumere che tali flussi siano comunque conseguibili da RDB, con il Piano Finanziario descritto o con altra ipotetica manovra alternativa, tenendo conto naturalmente del grado di rischio a loro associabile. Quando infine dovrà essere stimata la struttura finanziaria di lungo periodo di RDB, assumerò che la Società sia comunque in grado di migliorarla, in misura ragionevole, rispetto alle condizioni oggi esistenti, anche prescindendo dalle misure previste da questo specifico Piano Finanziario (ed in particolare dall'Operazione Newco).

2. Il quesito e le condizioni del presente parere

2.1 Con riferimento al programma di ricapitalizzazione di RDB SpA previsto dal Piano di Risanamento, mi viene sottoposto questo quesito:

1. Se possa essere considerato congruo, ai fini dell'aumento di capitale prospettato con l'Operazione Newco, un prezzo di emissione delle nuove azioni di RDB SpA compreso

fra € 0,16 ed € 0,17, come richiesto dalla proponente Alias Srl; ciò ai sensi e per gli effetti di cui all'art. 2441, sesto comma, del codice civile;

2. In generale, quali debbano essere i criteri da adottare, nel caso di RDB SpA, per la fissazione di un prezzo di emissione congruo; ciò sempre ai sensi e per gli effetti della norma citata.

È da premettere che il compimento della predetta Operazione Newco comporta i seguenti passaggi essenziali:

a) modifica dello Statuto Sociale di RDB SpA ai fini della rimozione del valore nominale dei titoli azionari (attualmente pari ad € 1);

b) aumento di capitale della medesima RDB SpA con esclusione del diritto di opzione ai sensi, appunto, dell'art. 2441 sesto comma; esclusione motivata dell'esigenza di realizzare un intervento idoneo a consentire, anche attraverso una ristrutturazione del debito, il risanamento dell'esposizione debitoria dell'impresa ed il riequilibrio della sua situazione finanziaria, in esecuzione di un piano la cui ragionevolezza è certificata da un professionista qualificato ai sensi dell'art. 67, terzo comma, lettera d) della legge fallimentare;

c) la presenza delle suddette condizioni comporta per Newco, nonostante la prevista acquisizione del controllo di RDB SpA, l'esclusione dall'obbligo di offerta pubblica di acquisto ex art. 106 del *Testo Unico della Finanza*, in base al disposto dell'art. 49, secondo comma, del *Regolamento Emittenti* emanato dalla CONSOB.

2.2 Di seguito saranno svolte le considerazioni necessarie per rispondere alle diverse parti del quesito. La base di partenza è naturalmente rappresentata dalla presa d'atto del quadro aziendale descritto in precedenza, risultante dalla documentazione che mi è stata sottoposta e che mi sono in qualche caso limitato ad integrare con elementi informativi pubblicamente disponibili.

2.3 Prima di procedere è utile indicare gli obiettivi, la portata e le condizioni del lavoro svolto. Preciso dunque che questo scritto ha natura di parere valutativo composto con equo

apprezzamento, diretto al Consiglio di Amministrazione di RDB SpA per fornire al medesimo elementi di giudizio ai fini delle determinazioni che tale Organo dovrà autonomamente assumere nell'esercizio delle sue funzioni. Il parere è largamente basato sulla documentazione sottoposta al mio esame ed assunta ai fini delle analisi senza ulteriori verifiche, nel presupposto che sia completa, corretta ed attuale. Le conclusioni espresse sono pertanto condizionate da detta documentazione.

Il parere non entra nel merito degli aspetti legali dell'Operazione Newco e non formula in alcun modo raccomandazioni ai Soci di RDB SpA affinché in sede di Assemblea si esprimano – o non si esprimano – a favore delle delibere che saranno loro proposte.

3. Criteri generali per la determinazione del prezzo di emissione di nuovi titoli azionari in caso di esclusione del diritto di opzione

3.1 Il già citato art. 2441, sesto comma, del codice civile richiede tra l'altro che, qualora l'interesse sociale esiga l'esclusione o la limitazione del diritto di opzione in sede di aumento di capitale, gli Amministratori illustrino in un'apposita relazione i motivi di tale scelta e i criteri adottati per la determinazione del prezzo di emissione delle nuove azioni. In seguito il Collegio Sindacale deve esprimere il proprio parere sulla congruità del prezzo medesimo. Il *Testo Unico della Finanza* ha poi attribuito tale compito, nel caso degli emittenti quotati in Borsa, al Revisore legale o alla Società di revisione legale (art. 158). La deliberazione dell'Assemblea infine *“determina il prezzo di emissione delle azioni in base al valore del patrimonio netto, tenendo conto, per le azioni quotate in borsa, anche dell'andamento delle quotazioni nell'ultimo semestre”*.

3.2 Alla fine del 2009, un gruppo studio guidato dai Professori Luigi Guatri e Victor Uckmar ha pubblicato, dopo un lungo lavoro, una serie di *Linee guida per le valutazioni economiche*¹. Il gruppo era formato da accademici (aziendalisti e giuristi) impegnati anche nel mondo professionale; da esponenti dell'Ordine dei Dottori Commercialisti, dell'Assirevi e dell'OIC; da esperti di Borsa Italiana. Chi scrive ha fatto parte di tale gruppo ed alla fine ha avuto il compito di curare la redazione dei principi formulati, armonizzando i diversi documenti di lavoro.

¹ Milano, Egea 2009.

Con riferimento ai casi di aumento di capitale con esclusione del diritto di opzione, nel testo è spiegato (pag. 85) che *“Sul piano della razionalità economica, la decisione della società emittente dovrebbe sempre implicare un giudizio di congruità, cioè di corretto bilanciamento fra le posizioni dei vecchi soci e dei nuovi entranti, e una valutazione di convenienza, legata ai vantaggi per la «creazione» di valore che l’aumento di capitale eseguito con speciali finalità comporta”*. Si rileva poi 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”*, tenendo conto delle indicazioni del mercato e, nel caso degli emittenti quotati, dei più recenti prezzi di Borsa dei propri titoli azionari.

Il principio formulato allo scopo dal gruppo di lavoro (L.G. 56, pag. 86-87) ricalca questi concetti, sottolineando sempre che *“La congruità dei termini dell’operazione va distinto dalla sua convenienza, la quale deve essere valutata alla luce della creazione di valore che le particolari modalità di svolgimento lasciano prevedere”*.

3.3 In concreto, nel nostro particolare caso i termini del previsto aumento di capitale con esclusione del diritto d’opzione devono a mio giudizio essere formulati tenendo conto:

- a) del valore intrinseco di RDB in base alle prospettive delineate dal Piano di Risanamento, cioè ai *“fondamentali”* risultanti da quest’ultimo ed al valore che ne deriva secondo il modello DCF (*Discounted Cash Flow*);
- b) dall’attitudine del mercato, nelle attuali condizioni, a riconoscere detto valore, apprezzata:
 - b₁) svolgendo una stima comparativa, sulla base dei prezzi di società quotate confrontabili a RDB;
 - b₂) esaminando i prezzi di Borsa della stessa RDB nell’ultimo semestre, come la legge richiede.

La data di riferimento della valutazione è il 30 giugno 2011, alla quale si collega l’ultima situazione patrimoniale disponibile e dalla quale prende le mosse il Piano di Risanamento. I dati relativi al mercato finanziario sono peraltro aggiornati al 23 settembre 2011.

3.4 Conviene commentare brevemente il percorso di metodo descritto in precedenza.

Il metodo DCF è di elezione per apprezzare le situazioni aziendali in fase evolutiva, come nel nostro caso. Del resto è stato utilizzato sia dal *management* di RDB per le analisi di *impairment*, avallate dal Revisore ufficiale; sia da Banca IMI per le sue *equity research* sulla Capogruppo.

La bontà della stima formulata dipende, com'è ovvio, in primo luogo dalla ragionevolezza del Piano di Risanamento, che qui si assume. Poiché inoltre è da attendere che gran parte del risultato ottenuto dipenda dal valore terminale attribuito alla Società alla fine del 2016, il flusso operativo di lungo periodo dovrà essere determinato con prudenza, tenendo conto che, anche in assenza di crescita, basterà l'inflazione a dilatare nel tempo il capitale circolante e gli investimenti fissi.

Infine, il costo medio ponderato del capitale dovrà riflettere correttamente sia i rischi operativi del Piano, sia i rischi finanziari connessi all'elevato grado di indebitamento di RDB. L'analisi di *impairment* fa riferimento ad una struttura finanziaria tipica di settore, ma in questa sede non è possibile prescindere dalle condizioni di fatto oggi presentate dal Gruppo.

È necessario tenere presente, in generale, che le valutazioni con il metodo DCF del tipo "*asset-side*" (cioè basate sulla determinazione in primo luogo del valore del capitale investito) tendono a sottovalutare il peso delle variabili finanziarie, che si immaginano assorbite in un costo medio del capitale di lungo periodo in qualche modo tipizzato. Ma quando la struttura finanziaria è squilibrata, al punto da divenire una variabile critica per il futuro dell'impresa, è necessario essere pienamente sensibili non solo ai rischi connessi alla fattibilità dei piani aziendali da un punto di vista operativo, ma anche ai rischi di natura prettamente finanziaria, come si è sopra detto.

La valutazione comparativa di mercato, che tipicamente accompagna le stime basate sui fondamentali, è particolarmente importante nel nostro caso, essendo ben noto che nell'attuale congiuntura di mercato gli investitori non sono portati a riconoscere in modo pieno i valori intrinseci delle imprese. E di ciò qualsiasi emittente deve naturalmente tenere conto.

L'esame dell'andamento di Borsa delle azioni RDB nell'ultimo semestre richiesto dalla legge sarà naturalmente effettuato, pur dovendosi segnalare la limitata significatività di quei prezzi, sia per l'esiguità dei volumi trattati, sia per l'evoluzione dell'informativa posseduta dal mercato (sull'arco dell'intero semestre) in merito alle prospettive della Società. Va comunque ricordato che, per tutte le società quotate, le quotazioni correnti dei titoli rappresentano un limite naturale al prezzo di emissione delle nuove azioni. È infatti evidente che nessun operatore razionale può essere disposto a sottoscrivere titoli di nuova emissione ad un prezzo superiore a quello delle azioni esistenti, liberamente acquistabili in alternativa. Di regola gli emittenti prevedono anzi uno "scarto di sicurezza" fra i prezzi di emissione e le quotazioni medie correnti, mediamente dell'ordine del 10% ma in concreto variabili a seconda della volatilità dei corsi di Borsa e della delicatezza dell'operazione.

Confrontando il valore intrinseco di RDB con le indicazioni derivanti dal mercato, potrà essere individuato un *prezzo fattibile* di equilibrio per le azioni di nuova emissione della Società.

3.5 È importante sottolineare che il percorso di analisi in precedenza descritto può essere seguito solo assumendo che RDB abbia comunque la capacità di definire, d'intesa con le controparti interessate, e poi di realizzare un Piano Finanziario idoneo a consentire l'attuazione del proprio Piano Industriale. In ogni documento sottoposto alla mia attenzione si indica che è parte essenziale della manovra finanziaria un aumento di capitale. Nella Relazione Finanziaria Semestrale l'Operazione Newco è presentata come l'esempio più concreto in questa direzione e il Piano Finanziario la pone alla base della manovra delineata. Ora la Società si accinge a tradurre in atto tale Operazione. Assumo tuttavia che, idealmente, in sua mancanza RDB sia in grado di realizzare un Piano diverso, comunque idoneo a consentirle il superamento delle attuali difficoltà. In altre parole assumo che la continuità aziendale di RDB non sia in discussione e che la Società abbia in ogni caso la capacità di conseguire gli obiettivi di risanamento economico e di riequilibrio finanziario indicati. Le valutazioni implicitamente espresse (pur nella consapevolezza dei rischi presenti) dagli Amministratori, dai Sindaci e dalla Società di Revisione legale della Capogruppo sono in questo senso. Di ciò prendo atto ai fini delle mie analisi, aggiungendo peraltro l'ulteriore condizione – come ho detto – che quegli obiettivi siano idealmente realizzabili anche con un Piano alternativo, che prescindendo dall'Operazione Newco di cui in concreto si discute.

Queste premesse permettono di considerare i risultati di Piano comunque conseguibili da RDB. Se così non fosse, la valutazione della Società “*stand alone*” dovrebbe essere svolta su basi diverse. È evidente, in particolare, che se in assenza dell’Operazione Newco non vi fossero prospettive di continuità per RDB, le stime dovrebbero essere compiute a valori di liquidazione per stralcio, con risultati ben diversi da quelli di seguito presentati.

4. Elementi per la valutazione di RDB

4.1 Conviene prendere le mosse da un esame delle società quotate confrontabili. La tabella 1 mostra l’elenco delle 36 società reperite nel *database* di Bloomberg, con i relativi parametri fondamentali, suddivise in due gruppi: le aziende maggiormente simili a RDB per dimensioni, redditività e condizioni finanziarie, da un lato, e le imprese protagoniste del settore dall’altro, alquanto diverse dalla medesima RDB sotto i profili esaminati.

Il settore di riferimento è quello dei materiali da costruzione, nel quale peraltro RDB ha una posizione particolare, avendo un *business model* largamente caratterizzato dalla realizzazione di strutture prefabbricate, che non trova riscontro in altre società quotate. Di questa circostanza si deve tenere conto quando si valuta il grado di rischio del *business*, poiché il segmento nel quale si colloca RDB presenta un livello di alea più accentuato. Ai rischi connessi alle fluttuazioni della domanda, comuni all’intero settore dei materiali da costruzione, si aggiungono infatti quelli dell’acquisizione di commesse per la fornitura, appunto, di strutture in cemento armato. La crisi di mercato e la conseguente ristrutturazione accentuano evidentemente questo stato di cose.

Data la delicatezza delle analisi che mi sono state richieste, nella redazione del presente parere ho cercato di limitare per quanto possibile la formulazione di giudizi ad alto grado di soggettività, ancorando le stime a parametri riscontrabili o ad opinioni documentate di altri

Tabella 1: Società quotate nel settore dei materiali da costruzione

Società di maggiori dimensioni

Società (dati in milioni di euro)	Nazionalità	Ricavi (ultimi 12 mesi)	Ebitda (ultimi 12 mesi)	Ebitda ratio	Capitalizzazione	Debito netto	D/E	Beta	
								Levered	Unlevered
CRH PLC	Irlanda	17.681,00	1.669,00	9,44%	8.272,76	4.033,00	0,49	1,489	0,883
WOLSELEY PLC	Regno Unito	15.796,46	921,35	5,83%	4.957,03	976,23	0,20	1,185	1,236
LAFARGE SA	Francia	16.430,00	3.212,00	19,55%	9.374,13	14.251,00	1,52	1,012	0,583
CEMEX SAB-CPO	Messico	10.775,99	1.659,62	15,40%	3.259,50	11.429,53	3,51	1,235	0,443
CEMENTIR HOLDING SPA	Italia	894,73	105,75	11,82%	357,81	369,11	1,03	0,553	0,499
BORAL LTD	Australia	3.395,61	212,57	6,26%	1.924,92	485,28	0,25	1,114	0,877
BUZZI UNICEM SPA	Italia	2.760,56	415,80	15,06%	1.276,18	1.234,17	0,97	1,160	0,618
CIMPOR-CIMENTOS DE PORTUGAL	Portogallo	2.301,14	635,19	27,60%	3.504,30	1.600,38	0,46	0,755	0,571
DYCKERHOFF AG -PRF	Germania	1.541,80	329,21	21,35%	645,23	0,00	0,00	0,394	0,470
GRAFTON GROUP PLC-UTS	Irlanda	2.033,81	99,27	4,88%	629,80	253,88	0,40	1,017	0,670
HEIDELBERGCEMENT AG	Germania	12.281,84	2.365,42	19,26%	6.061,04	7.821,10	1,29	1,182	0,587
HOME DEPOT INC	Stati Uniti	49.897,55	5.716,09	11,46%	38.804,39	5.718,26	0,15	0,908	0,918
IMERYS SA	Francia	3.531,00	647,20	18,33%	3.247,93	881,70	0,27	0,910	0,830
ITALCEMENTI SPA	Italia	4.787,86	776,36	16,22%	2.157,09	2.354,99	1,09	1,068	0,573
KINGSPAN GROUP PLC	Irlanda	1.370,49	119,79	8,74%	1.028,58	202,52	0,20	1,027	0,898
MARTIN MARIETTA MATERIALS	Stati Uniti	1.312,67	260,14	19,82%	2.319,57	730,38	0,31	1,095	0,894
COMPAGNIE DE SAINT-GOBAIN	Francia	41.465,00	5.109,00	12,32%	16.968,51	9.055,00	0,53	1,268	0,929
TITAN CEMENT CO. S.A.	Grecia	1.226,65	295,22	24,07%	965,41	744,96	0,77	0,630	0,401
TRAVIS PERKINS PLC	Regno Unito	4.630,86	362,78	7,83%	2.105,89	770,55	0,37	1,262	1,058
VULCAN MATERIALS CO	Stati Uniti	1.851,06	235,17	12,70%	3.155,36	1.918,85	0,61	1,032	0,895
WIENERBERGER AG	Austria	1.904,93	244,70	12,85%	1.054,96	1.022,85	0,97	1,189	0,604

Società di minori dimensioni

Società (dati in milioni di euro)	Nazionalità	Ricavi (ultimi 12 mesi)	Ebitda (ultimi 12 mesi)	Ebitda ratio	Capitalizzazione	Debito netto	D/E	Beta	
								Levered	Unlevered
LP TRANSBETON LTD	Cipro	7,31	0,54	7,45%	2,13	1,90	0,89	0,333	0,185
PANARIAGROUP	Italia	289,42	24,58	8,49%	49,14	85,22	1,73	0,475	0,210
TULIKIVI OYJ-A SHS	Finlandia	58,70	4,00	6,81%	21,29	19,60	0,92	0,913	0,543
DEUTSCHE STEINZEUG CREMER	Germania	183,19	nd	nd	9,22	56,28	6,10	0,150	0,028
SUPERGLASS HOLDINGS PLC	Regno Unito	34,78	3,80	10,92%	2,66	20,74	7,80	1,156	0,175
DANTHERM A/S	Danimarca	68,42	5,18	7,57%	14,36	26,05	1,81	0,269	0,114
BYGGMA ASA	Norvegia	231,01	8,40	3,64%	44,50	72,85	1,64	0,541	0,248
MICHELMERSH BRICK HOLDINGS P	Regno Unito	27,25	2,52	9,25%	18,67	23,68	1,27	0,305	0,160
CEMENTOS PORTLANDVALDERRIV	Spagna	852,28	nd	nd	386,06	1.287,47	3,33	0,572	0,172
GRUPPO CERAMICHE RICCHETTI	Italia	194,55	(0,03)	-0,02%	15,09	102,92	6,82	0,776	0,131
BREEDON AGGREGATES LTD	Regno Unito	49,77	3,95	7,93%	119,56	107,61	0,90	0,560	0,340
STEICO AG	Germania	103,25	(2,19)	-2,12%	107,15	(2,89)	(0,03)	0,281	0,286
DELIGNIT AG	Germania	25,65	1,36	5,29%	7,72	4,04	0,52	1,274	0,930
H+H INTERNATIONAL A/S-B	Danimarca	176,59	19,38	10,98%	52,50	105,57	2,01	0,742	0,296
RINOL AG	Germania	105,88	(5,65)	-5,34%	77,42	42,57	196,61	0,407	0,003
GLASTON OYJ ABP	Finlandia	145,34	(5,86)	-4,03%	0,00	54,20	0,70	0,549	0,361

esperti, ove disponibili. Con riferimento allo specifico problema in esame, non ho perciò introdotto “*maggiorazioni per il rischio*” di tipo soggettivo; ho semplicemente utilizzato i parametri di mercato relativi alla fascia di valori più elevata.

Dalle società elencate nella tabella 1 sono poi stati selezionati i due campioni di cui alle tabelle successive, eliminando i casi anomali per livello di redditività (rapporto fra EBITDA e ricavi di vendita), grado di indebitamento (espresso dal *Debt/Equity ratio*, a valori di mercato) e livello del β *unlevered* comunicato da Bloomberg. Va precisato che i β sono calcolati sulla base di rilevazioni settimanali sull’arco di due anni, per riflettere le recenti condizioni di turbolenza dei mercati. Si tratta inoltre di β *adjusted* in base alla nota formula di Blume, per rendere i dati più significativi ai fini di previsioni proiettate nel tempo:

$$\text{Adjusted } \beta = 0,33 + 0,67 \text{ Raw } \beta$$

L’estrazione dai β *levered* dei β *unlevered*, per eliminare gli effetti del variabile indebitamento delle società del campione, è stato compiuto in base alla nota formula di Hamada:

$$B_l = \beta_u [1 + (1 - T_c) D/E]$$

L’esame dei β *unlevered* dei due campioni mostra subito un’anomalia, che in verità non è raro riscontrare: i valori delle imprese minori sono vistosamente più bassi di quelli delle società maggiori (per la cronaca il β *unlevered* di RDB risulta pari a 0,157) e presentano una deviazione standard (espressiva della dispersione dei valori rispetto alla media) proporzionalmente più elevata. Il fenomeno, contrario ad ogni logica, si manifesta quando le imprese quotate minori presentano titoli “sottili” (cioè scarsamente trattati), per i quali la dinamica dei prezzi è più smorzata di quella dei titoli più frequentemente mossi.

Per queste ragioni ai fini della stima del β da utilizzare nella valutazione di RDB prenderò in considerazione il campione delle società confrontabili maggiori, affrontando poi il problema di scendere ad una “*small cap*”. Il campione delle società minori, maggiormente confrontabili con RDB, sarà preso in esame per le riflessioni in merito alla struttura finanziaria futura della Società e – con qualche temperamento – per la valutazione comparativa di mercato di quest’ultima, basata sui moltiplicatori *Enterprise/Value/EBITDA*, ritenuti il parametro più significativo nel caso di specie. Va subito aggiunto che, per avere dati che riflettano l’attuale

negativa congiuntura di mercato, le capitalizzazioni di borsa delle società confrontabili sono state calcolate con riferimento all'ultimo mese². L'EBITDA è quello "trailing" rilevato da Bloomberg per gli ultimi 12 mesi.

4.2 Prendiamo ora in esame la struttura finanziaria di RDB. La tabella 2 presenta una stima della situazione in atto sulla base dei dati patrimoniali consolidati al 30 giugno 2011, rettificati per tenere conto di alcuni eventi già noti. Il primo è la cessione dello stabilimento di Pontenure, che dovrebbe comportare il trasferimento di debiti per € 23,8 milioni. Dal patrimonio netto rettificato è poi stata dedotta la perdita di valore di € 19,4 milioni della Divisione Edilizia già accertata in sede di *impairment* ma non registrata nei conti, che, in base alle indicazioni ricevute, è stata attribuita per il 95% al Gruppo e per il 5% al patrimonio di terzi.

Tabella 2: Struttura finanziaria consolidata rettificata di RDB a fine giugno 2011

Posizione finanziaria netta al 30/6/2011	113,9	
Debiti da trasferire con attività in discussione	(23,8)	
Patrimonio netto	42,2	
Perdita di valore accertata Divisione Edilizia ⁽¹⁾	19,4	
Patrimonio netto rettificato	22,8	20,2%
Patrimonio netto di Gruppo	16,5	
Patrimonio netto di terzi	6,3	

⁽¹⁾ Di pertinenza di terzi per il 5% circa e del Gruppo per il restante 95% in base alle indicazioni avute

In definitiva, allo stato delle conoscenze la struttura finanziaria (consolidata) di RDB appare rappresentata per il 79,8% circa da mezzi di credito e dal 20,2% circa da mezzi propri, con un *Debt/Equity ratio* pari a 3,95, raramente osservato nel campione di società strettamente confrontabili di cui alla tabella 3. Se poi si aggiungesse alla posizione finanziaria netta l'ammontare dello scaduto da oltre 60 giorni nei confronti dei fornitori, la cui entità in base alle indicazioni avute era di circa € 18,2 milioni al 30 giugno 2011, il *Debt/Equity ratio* salirebbe a 4,75 circa. Va osservato che questi risultati riflettono una condizione puntuale e che discendono da un valore del patrimonio netto risultante da una stima economica formulata in un'ottica di *impairment*, e dunque non necessariamente coincidente con il valore ottenuto con le analisi svolte di seguito (che, come vedremo, risulterà significativamente inferiore).

² Si tratta di una media ponderata con i volumi.

Ciò che conta, in ogni caso, è che in questo momento RDB non sembra in grado, con le forse attuali, di realizzare una struttura finanziaria significativamente diversa. Il Piano Finanziario indica alla fine del 2016 un *Debt/Equity ratio* di 4,29 (sempre deducendo dal patrimonio netto la perdita di valore della Divisione Edilizia accertata al 30 giugno 2011). Qui si formula l'ipotesi che, nell'ottica di un investitore interessato alla Società oggi, si possa assumere in prospettiva una struttura finanziaria migliorata rispetto al quadro esistente, ma comunque ancora pesante, con una diminuzione del *Debt/Equity ratio* da 3,95 a 2,67: il valore corrispondente al terzo quartile del campione di società strettamente comparabili³, come risulta dalla tabella 3. La valutazione “*stand alone*” di RDB terrà perciò conto di tale struttura in prospettiva.

Tabella 3: Campione ristretto di società minori nel settore dei materiali da costruzione

Società	D/E
LP TRANSBETON LTD	0,89
PANARIAGROUP	1,73
TULIKIVI OYJ-A SHS	0,92
DEUTSCHE STEINZEUG CREMER	6,10
SUPERGLASS HOLDINGS PLC	7,80
DANTHERM A/S	1,81
BYGGMA ASA	1,64
MICHELMERSH BRICK HOLDINGS P	1,27
CEMENTOS PORTLANDVALDERRIVAS	3,33
GRUPPO CERAMICHE RICCHETTI	6,82
BREEDON AGGREGATES LTD	0,90
STEICO AG	(0,03)
DELIGNIT AG	0,52
H+H INTERNATIONAL A/S-B	2,01
GLASTON OYJ ABP	0,70
Media	2,43
Mediana	1,64
Primo quartile	0,90
Terzo quartile	2,67

4.3 Per la determinazione del costo dei mezzi propri è necessario prendere in considerazione la tabella 4, relativa al campione ristretto di società di maggiori dimensioni del settore dei

materiali da costruzione. Come si può osservare, il valore mediano dei β *unlevered* è 0,877: assumerò questo dato ai fini della determinazione del costo del capitale proprio nel caso della Divisione Edilizia. Per la Divisione Prefabbricati, tenendo conto del maggior grado di rischio implicito nel *business*, come ho già spiegato, assumerò invece il valore di 0,898, corrispondente al terzo quartile della distribuzione osservata.

Tabella 4: *Campione ristretto di società di maggiori dimensioni nel settore dei materiali da costruzione*

Società	Beta levered rettificato	D/E	Tc	Beta unlevered
CRH PLC	1,489	0,49	12,5%	0,883
WOLSELEY PLC	1,185	0,20	28,0%	1,236
LAFARGE SA	1,012	1,52	33,3%	0,583
CEMENTIR HOLDING SPA	0,553	1,03	27,5%	0,499
BORAL LTD	1,114	0,25	30,0%	0,877
BUZZI UNICEM SPA	1,160	0,97	27,5%	0,618
GRAFTON GROUP PLC-UTS	1,017	0,40	12,5%	0,670
HEIDELBERGCEMENT AG	1,182	1,29	29,4%	0,587
HOME DEPOT INC	0,908	0,15	40,0%	0,918
IMERYS SA	0,910	0,27	33,3%	0,830
ITALCEMENTI SPA	1,068	1,09	27,5%	0,573
KINGSPAN GROUP PLC	1,027	0,20	12,5%	0,898
MARTIN MARIETTA MATERIALS	1,095	0,31	40,0%	0,894
COMPAGNIE DE SAINT-GOBAIN	1,268	0,53	33,3%	0,929
TRAVIS PERKINS PLC	1,262	0,37	28,0%	1,058
VULCAN MATERIALS CO	1,032	0,61	40,0%	0,895
WIENERBERGER AG	1,189	0,97	25,0%	0,604
Media	1,087	0,63		0,797
Mediana	1,095	0,49		0,877
Primo quartile	1,017	0,27		0,604
Terzo quartile	1,185	0,97		0,898

Segnalo che sul sito di Damodaran (<http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>), aggiornato all'1/1/2011, il β *unlevered* per il settore dei materiali da costruzione negli Stati Uniti è 0,880: le scelte effettuate appaiono dunque coerenti.

Il *market risk premium* (MRP) è fatto pari al 5%, in coerenza con i risultati tendenziali delle analisi di lungo periodo relative al mercato italiano. Si tratta dello stesso tasso utilizzato nelle

³ Nelle analisi il valore delle quote di terzi è sempre stato aggiunto alle capitalizzazioni di Borsa.

valutazioni di *impairment*. E' noto tuttavia che altri studi indicano tassi diversi, a seconda del metodo utilizzato per l'analisi degli *spread* storici di rendimento e dell'arco temporale assunto. Il sito di Damodaran, ad esempio, fornisce per l'Italia un saggio del 5,75%.

Il tasso esente da rischio (r_f) è fatto pari al rendimento a scadenza del BTP decennale. Per superare l'instabilità oggi registrata, conviene assumere il dato medio degli ultimi 6 mesi⁴, pari al 4,40% circa (fonte: Bloomberg).

I due β *unlevered* devono essere trasformati in β *levered* secondo la formula di Hamada già citata (sul punto tornerò in seguito):

$$\beta_l = \beta_u [1 + (1 - T_c) D/E]$$

ove D/E è fatto pari a 2,76 e l'aliquota d'imposta T_c è pari al 27,50%, il coefficiente previsto per l'IRES. Applicando poi la nota formula del *Capital Asset Pricing Model*:

$$k_e = r_f + \beta MRP$$

si ottengono i due seguenti costi del capitale di rischio per RDB:

$$k_e \text{ Divisione Prefabbricati} = 17,58\%$$

$$k_e \text{ Divisione Edilizia} = 17,27\%$$

Va ricordato, a questo punto, che i β di partenza sono stati ricavati da un campione di società di consistenti dimensioni, mentre RDB è una società di ridotta capitalizzazione (ed i cui titoli tra l'altro sono poco liquidi). Per avere indicazioni sul differenziale di rendimento da richiedere ad una "*small cap*" bisogna fare appello alle analisi disponibili per il mercato americano. In base alla sintesi fornita da Guatri e Bini⁵, su dati di fonte Ibbotson Associates, il differenziale di rendimento medio fra società "*mid cap*" (tali essendo in netta prevalenza quelle della tabella 4) e "*micro cap*" è di 2 punti percentuali. Ai fini delle valutazioni, assumerò dunque, per le due Divisioni di RDB, i tassi del 19,58% e del 19,27% per il capitale di rischio.

⁴ Si tratta, precisamente, del valore medio ponderato con i volumi di un paniere di BTP con scadenza 2021.

⁵ L. Guatri-M. Bini, *Nuovo trattato sulla valutazione delle aziende*, Milano 2005, pag. 322.

4.4 Con riferimento al costo del debito, risulta che lo *spread* rispetto all'Euribor applicato a RDB per i più recenti finanziamenti a medio lungo termine (relativi al 2009) sia pari all'1,96%. Per i prestiti a breve termine il dato fornito, per il primo trimestre 2011, è l'1,92%. Il Piano Finanziario presentato alle banche creditrici contempla una richiesta di riduzione all'1%. Attualmente, comunque, il costo medio ponderato dell'indebitamento presenta un differenziale di circa l'1,94% rispetto all'Euribor.

I dati relativi ai *corporate spread* per le diverse classi di *rating*, recentemente aggiornati da Reuter's, sono esposti nella tabella 5:

Tabella 5: Spread per diverse classi di rating dei corporate bond (basis point)

Spread	1Y	2Y	3Y	5Y	7Y	10Y	30Y
B	300	315	330	365	380	380	370
B-	335	345	365	395	415	415	410
CCC+	490	510	520	535	545	545	540

Fonte: Reuter's Corporate Spread

I differenziali rilevati, molto più alti dell'1,94%, si riferiscono alle obbligazioni trattate sul mercato internazionale e non tengono conto delle garanzie date da RDB al sistema bancario. Nel caso concreto, tenendo conto del particolare quadro finanziario assumerò ai fini della valutazione uno *spread* medio di lungo periodo di 2 punti percentuali, leggermente superiore al livello oggi osservato, che aggiunti al tasso *swap* per dieci anni sull'*Euribor*, IRS 10Y a 6 mesi, pari al 3,2%, porta il costo lordo dell'indebitamento per RDB al 5,2%.

In conclusione, i costi medi ponderati del capitale (WACC), in base al *Debt/Equity ratio* assunto di 2,67, si definiscono come segue:

WACC Divisione Prefabbricati : 8,08%
WACC Divisione Edilizia : 7,99%

5. La valutazione intrinseca di RDB

5.1 La valutazione dei due rami aziendali, svolta in base al modello DCF nella versione *asset-side*, è illustrata nella tabella 6.

I flussi operativi sino al 2016 sono desunti dal Piano di Risanamento aggiornato di recente, con i dettagli per Divisione che mi sono stati forniti da Bain & Company. Ho provveduto direttamente alla stima del flusso normalizzato di lungo periodo, per la determinazione del valore terminale alla fine del 2016, sulla base di alcune ipotesi.

Anzitutto si assume che al termine del periodo di piano RDB raggiunga uno “*steady state*” e che pertanto la crescita si spenga, ma ciò in termini reali e non monetari. In altre parole si immagina che i flussi si espandano esclusivamente per ragioni inflazionistiche. Il flusso riferito al 2017 nella tabella equivale al precedente con adeguamento monetario ed è normalizzato. La sua attualizzazione ad infinito, per la determinazione del valore terminale, avverrà perciò ad un costo medio del capitale deflazionato. Il tasso prospettico di inflazione è pari al 2%, come è indicato dalla Banca Centrale Europea (*BCE Inflation Forecasts 2011 Q2*).

La normalizzazione del flusso di lungo periodo riguarda la variazione del capitale circolante e gli investimenti fissi. Per la prima è stato desunto, dai dati disponibili, un rapporto con l’incremento del valore della produzione del 20% per la Divisione Prefabbricati e del 55% per la Divisione Edilizia. Per gli investimenti fissi sono stati calcolati impieghi pari a 2,5 volte le uscite annue di Piano, accostandone l’importo a quello, più elevato, degli ultimi ammortamenti. Nel lungo periodo un’impresa deve evidentemente compiere rinnovi degli impianti congrui.

Osservo che nelle analisi di *impairment* si è ugualmente fatto l’ipotesi di crescita nulla, mai in termini monetari. Poiché il tasso di attualizzazione del flusso terminale era comprensivo di inflazione, in pratica si è immaginato un declino dei risultati in termini reali al tasso composto del 2% nel lungo periodo (con una perdita – per esemplificare – che in 15 anni supera il 25%).

In questa sede si assume invece uno scenario di stabilizzazione, con un orizzonte indefinito, dei flussi di risultato.

Tabella 6: Valutazione asset-side delle due Divisioni di RDB (milioni di euro)

Divisione Prefabbricati							
(euro M.)	Anni						
	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E
Valore della produzione	41,122	114,191	146,942	155,061	165,186	177,633	181,186
Flusso di circolante	(8,407)	0,406	5,730	7,032	8,126	10,321	9,072
Variazione nel capitale circolante	(19,688)	10,814	(7,313)	(1,185)	(1,244)	(2,648)	(0,711)
Variazione fondi	(5,236)	(12,016)	(1,590)	(1,413)	(1,482)	(1,566)	
Flusso di cassa della gestione corrente	(33,331)	(0,796)	(3,173)	4,434	5,400	6,107	8,361
Flusso di cassa per investimenti	(0,350)	(0,700)	(0,700)	(0,700)	(0,700)	(0,700)	(1,750)
Flusso di cassa operativo	(33,681)	(1,496)	(3,873)	3,734	4,700	5,407	6,611
Fattore di attualizzazione	1,0396	1,1236	1,2143	1,3124	1,4185	1,5330	
Flusso operativo attualizzato	(32,40)	(1,33)	(3,19)	2,85	3,31	3,53	
Flusso operativo attualizzato 2011-2016	(27,23)						
Valore finale	70,95						
Valore totale Ramo Prefabbricati	43,72						
Divisione Edilizia							
(euro M.)	Anni						
	20112HE	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E
Valore della produzione	14,252	25,663	26,070	26,671	27,220	27,752	28,307
Flusso di circolante	(1,272)	2,569	2,680	2,861	2,998	3,113	3,115
Variazione nel capitale circolante	2,389	(1,225)	2,686	(0,298)	(0,315)	(0,320)	(0,305)
Variazione fondi	(0,192)	(0,503)	(0,090)	(0,067)	(0,070)	(0,073)	
Flusso di cassa della gestione corrente	0,925	0,841	5,276	2,496	2,613	2,720	2,810
Flusso di cassa per investimenti	(0,250)	(0,500)	(0,500)	(0,500)	(0,500)	(0,500)	(1,250)
Flusso di cassa operativo	0,675	0,341	4,776	1,996	2,113	2,220	1,560
Fattore di attualizzazione	1,0392	1,1223	1,2120	1,3089	1,4135	1,5265	
Flusso operativo attualizzato	0,650	0,304	3,941	1,525	1,495	1,454	
Flusso operativo attualizzato 2011-2016	9,4						
Valore finale	17,0						
Valore totale Ramo Edilizia	26,4						

Come risulta dalla tabella 6, il valore della Divisione Prefabbricati è di € 43,7 milioni circa, rappresentato per € 70,9 milioni dal valore terminde, essendo negativo il risultato dell'attualizzazione dei flussi operativi del periodo di Piano. Il valore della Divisione Edilizia risulta pari a € 26,4 milioni circa.

5.2 La sintesi della valutazione compiuta con il metodo DCF è illustrato nella tabella 7.

Tabella 7: Valore intrinseco di RDB con il metodo DCF (milioni di euro; valori unitari in euro)

Valore della Divisione Prefabbricati	43,7
Valore della Divisione Edilizia	26,4
Valore attuale delle partite non comprese nei flussi operativi:	
- Costi e proventi di ristrutturazione ⁽¹⁾	(4,7)
- Cessione a Xella ⁽²⁾	15,0
- Partecipazioni non consolidate ⁽³⁾	6,5
- Altri aggiustamenti ⁽⁴⁾	9,6
Totale Enterprise Value	96,5
Posizione finanziaria netta rettificata al 30 giugno 2011 ⁽⁵⁾	(90,1)
Valore del capitale netto consolidato di RDB	
Quote di terzi ⁽⁶⁾	(0,1)
Valore del capitale netto di pertinenza dei soci di RDB	6,3
Valore per azione ⁽⁷⁾	0,15

⁽¹⁾ Come da Piano, anche sotto il profilo temporale: la relativa attualizzazione è al tasso *risk free* (4,40% circa)

⁽²⁾ Con incasso collocato a fine settembre 2011 (€ 15,1 milioni, tenendo conto anche della cessione del magazzino) e dunque attualizzato

⁽³⁾ Il valore delle partecipazioni non consolidate, per le quali è assunto il valore di bilancio di € 6,5 milioni risultante dalla situazione patrimoniale al 30 giugno 2011

⁽⁴⁾ Il credito netto per imposte differite, pari ad € 17,2 milioni al 30 giugno 2011, valutato attualizzando i benefici futuri, che in base ai dati del Piano dovrebbero essere progressivamente recuperati in circa 15 anni. È dedotto il valore residuo di estinzione del Fondo TFR, per il quale è assunta la stima di € 1,4 milioni formulata in sede di *impairment*

⁽⁵⁾ Con le rettifiche di cui alla tabella 3

⁽⁶⁾ Il 5% circa del valore netto della Divisione Edilizia, supponendo l'indebitamento distribuito in modo proporzionale alla consistenza degli attivi nei due rami aziendali

⁽⁷⁾ N. 42.851.000 azioni ordinarie da nominali € 1 al 31 giugno 2011, al netto delle azioni proprie

Ai valori risultanti dalle analisi precedenti sono aggiunti gli elementi non compresi nei flussi operativi considerati: in primo luogo i costi ed i proventi straordinari di ristrutturazione (attualizzati secondo la sequenza indicata dal Piano) ed i proventi delle cessioni a Xella (attualizzati, con limitati effetti riduttivi, per qualche mese). Per le partecipazioni non consolidate è assunto il valore di bilancio al 30 giugno 2011, pari ad € 6,5 milioni circa. I criteri di valutazione sono spiegati nella Relazione Finanziaria Semestrale di riferimento. Gli ulteriori aggiustamenti si riferiscono anzitutto al valore attribuibile al credito netto per imposte differite, pari ad € 17,2 milioni al 30 giugno 2011. Tenendo conto delle ulteriori perdite previste dal Piano e degli imponibili successivi, i benefici futuri dovrebbero distribuirsi progressivamente in un periodo di circa 15 anni. Il calcolo del relativo valore attuale è stato compiuto al costo del capitale medio ponderato delle due Divisioni di RDB

(7,83%), ottenendo una stima di circa € 11 milioni. Da tale importo è dedotto il valore attualizzato del Fondo TFR residuale, per il quale, in mancanza di altri dettagli, si assume l'importo di € 1,4 milioni indicato nelle analisi di *impairment* (assumendo una liquidazione progressiva in 10 anni).

In conclusione, il valore del capitale attribuibile agli azionisti di RDB, al netto delle quote di terzi, risulta essere pari ad € 6,3 milioni, corrispondente a circa € 0,15 per azione ordinaria.

6. La valutazione di RDB nell'ottica del mercato

La tabella 8 presenta la media dei prezzi di Borsa delle azioni di RDB, semplice e ponderata per il numero di titoli trattati, negli ultimi 6 mesi (come chiede la legge) e negli ultimi 30 giorni. La data terminale è il 23 settembre 2011.

Tabella 8: Prezzi medi delle azioni ordinarie RDB al Mercato Telematico Azionario di Borsa Italiana (euro)

	Ultimi 30 giorni	Ultimi 6 mesi
Media semplice	0,46	0,94
Media ponderata con i volumi	0,46	0,82

Dato il costante declino del titolo, la media dell'ultimo mese è evidentemente più persuasiva ai fini di una decisione da assumere oggi. In ogni caso non si tratta di un dato significativo, come ho già spiegato, sia per l'esiguità dei volumi negoziati, sia perché solo a partire dalla data di diffusione della Relazione Finanziaria Semestrale il mercato ha notizia del Piano di Risanamento.

La tabella 9 fornisce i moltiplicatori *Enterprise/Value/EBITDA* per una valutazione comparativa di mercato, riferiti ai campioni di società maggiori e di società più direttamente confrontabili a RDB (entrambi opportunamente filtrati).

Tabella 9: Moltiplicatori Enterprise Value/EBITDA rilevati per le società quotate del settore dei materiali da costruzione

Società di minori dimensioni

Società	Equity Value	Enterprise value	Ebitda (ultimi 12 mesi)	Ent. Value/Ebitda
LP TRANSBETON LTD	2,13	4,03	0,54	7,401
PANARIAGROUP	49,14	134,36	24,58	5,467
SUPERGLASS HOLDINGS PLC	2,66	23,40	3,80	6,161
DANTHERM A/S	14,36	40,42	5,18	7,802
DELIGNIT AG	7,72	11,76	1,36	8,673
H+H INTERNATIONAL A/S-B	52,50	158,07	19,38	8,156
Media				7,277
Mediana				7,601
Primo quartile				6,471
Terzo quartile				8,067

Società di maggiori dimensioni

Società	Equity Value	Enterprise value	Ebitda (ultimi 12 mesi)	Ent. Value/Ebitda
CRH PLC	8.273,76	12.305,76	1.874,11	6,566
WOLSELEY PLC	4.957,03	5.933,25	974,05	6,091
LAFARGE SA	9.374,13	23.625,13	3.606,52	6,551
CEMENTIR HOLDING SPA	357,81	726,92	127,67	5,694
BORAL LTD	1.924,92	2.410,20	503,12	4,790
BUZZI UNICEM SPA	1.276,18	2.510,35	459,90	5,458
GRAFTON GROUP PLC-UTS	629,80	883,68	112,53	7,853
HEIDELBERGCEMENT AG	5.233,54	13.882,14	2.477,40	5,604
HOME DEPOT INC	38.804,39	44.522,65	5.980,16	7,445
IMERYSA SA	3.222,13	4.129,63	742,83	5,559
ITALCEMENTI SPA	814,88	4.512,08	866,91	5,205
KINGSPAN GROUP PLC	1.023,22	1.231,09	143,93	8,553
MARTIN MARIETTA MATERIALS	2.281,41	3.049,95	278,75	10,942
COMPAGNIE DE SAINT-GOBAIN	16.590,51	26.023,51	5.382,68	4,835
TRAVIS PERKINS PLC	2.105,89	2.876,44	468,30	6,142
VULCAN MATERIALS CO	3.155,36	5.074,21	308,01	16,474
WIENERBERGER AG	1.054,96	2.077,82	311,33	6,674
Media				7,085
Mediana				6,142
Primo quartile				5,559
Terzo quartile				7,445

Ancora una volta si notano delle anomalie strutturali, poiché i moltiplicatori di società minori (che pur dovrebbero risentire in teoria di uno sconto per “*small cap*”) sono in realtà più elevati di quelli relativi alle imprese maggiori. Per RDB sembra appropriato utilizzare un multiplo di 6,3, intermedio fra i dati corrispondenti al primo quartile del “campione minore” e la mediana del “campione maggiore”. Va tenuto presente che, data la maggiore liquidità dei titoli, i prezzi di Borsa del secondo sono più esposti alle congiunture negative di mercato di quelli del primo. Si è dunque cercato di comporre la stima di un parametro utilizzabile per una valutazione riferita al futuro.

Nel caso di RDB, essendo negativi i risultati correnti, bisogna ricorrere al criterio di applicare il predetto multiplo all’EBITDA terminale di Piano per le due Divisioni e di attualizzare poi il valore ottenuto al giugno 2011, al rispettivo costo medio ponderato del capitale. Tenendo conto di un moltiplicatore di 6,3, come si è detto, e di tutti gli altri elementi di calcolo, si ottiene in definitiva un valore del titolo azionario di € 0,17 circa per azione. Si veda in proposito la tabella 10.

Tabella 10: Valutazione comparativa di mercato di RDB (valori in milioni di euro; valori unitari in euro)

<i>Enterprise Value</i> comparativo	71,0
Partite accessorie (1)	
- Costi e proventi di ristrutturazione	(4,7)
- Cessione a Xella	15,0
- Partecipazioni non consolidate	6,5
- Altri aggiustamenti	9,6
<i>Totale Enterprise Value</i>	97,4
Posizione finanziaria netta rettificata al 30 giugno 2011	(90,1)
Valore del capitale netto consolidato di RDB	
Quote di terzi	(0,1)
Valore del capitale netto di pertinenza dei soci di RDB	7,20
Valore per azione	0,17

⁽¹⁾ Determinate con gli stessi criteri della tabella 7

È appena il caso di sottolineare le incertezze sottostanti alla stima formulata, partendo dai multipli espressi da un mercato fortemente perturbato per giungere ad una valutazione di RDB

post-risanamento ma compiuta con parametri odierni e riportata ad oggi con un procedimento di attualizzazione.

7. Osservazioni conclusive. Risposte al quesito

Dalle analisi svolte in precedenza, sulla base degli elementi informativi disponibili ed alle condizioni che sono state precisate, emerge in definitiva che alle azioni ordinarie di RDB, nella prospettiva del Piano di Risanamento, può essere attribuito un valore intrinseco dell'ordine di € 0,15. Tale importo appare compatibile anche con una valutazione comparativa di mercato, che si è cercato di svolgere pur fra molte difficoltà. Il prezzo medio registrato al Mercato Telematico Azionario di Borsa Italiana non è particolarmente significativo ai fini delle decisioni da assumere.

Ancora una volta è bene sottolineare le incertezze che si accompagnano alle stime svolte: la prima (DCF) ancorata ai dati attesi da una ristrutturazione complessa; la seconda (multipli) condizionata dalla grande turbolenza dei mercati e dall'esigenza di riferirsi ad un valore futuro di EBITDA, riportato ad oggi.

Il valore con il quale si conclude questa relazione, pari appunto ad € 0,15 per azione, è lievemente inferiore al prezzo di offerta di Alias Srl, pari a 0,1635 euro per azione. Tenendo conto anche delle incertezze incontrate nelle stime, l'offerta è dunque da ritenere congrua.

Basti pensare, ad esempio, che ai crediti fiscali netti in bilancio al 30 giugno 2011 (€ 17,2 milioni) è stato attribuire un valore di stima di circa € 11 milioni, attualizzando i benefici futuri, in progressione, sull'arco di circa 15 anni. La norma che ha rimosso il limite di 5 anni al riporto delle perdite è recente e potrà senza dubbio essere modificata in questo lungo arco di tempo. Se prudenzialmente si applicasse una riduzione al predetto importo di € 11 milioni, il valore finale attribuito alle azioni RDB scenderebbe ancor più al di sotto del prezzo di sottoscrizione offerto. La rettifica inciderebbe anche sulla valutazione comparativa di mercato.

Altre incertezze, di natura squisitamente tecnica, sono dovute al problema di apprezzare correttamente il rischio nelle società molto indebitate. Si tratta di un problema ancora controverso in letteratura e che anche nelle prassi non trova soluzioni concordi.

Il tema riguarda essenzialmente il rapporto fra β *unlevered* e β *levered* e conseguentemente la determinazione del costo del capitale di rischio. La formula di Hamada che ho applicato in precedenza, normalmente utilizzata dagli analisti e raccomandata da Damodaran⁶, è basata su alcune ipotesi restrittive: (1) costanza dell'indebitamento in valore assoluto; (2) sgravi d'imposta per l'indebitamento (*tax shields*) esenti da rischio, così come il debito stesso. Quanto tuttavia gli sgravi d'imposta sono esposti agli stessi rischi dei risultati operativi, Harris e Pringle propongono la seguente formula per il calcolo del costo dei mezzi propri:

$$k_e = k_u + D/E (k_u - k_d)$$

ove k_u è il costo dell'*equity* per l'impresa priva di debito⁷.

Koller *et alii*, nel loro testo *Valuation. Measuring and Managing the Value of Companies*⁸ (il più diffuso sul piano internazionale in materia di valutazioni) raccomandano questa formula in via generale. La sua applicazione nel nostro caso porterebbe tuttavia a riconoscere alle azioni ordinarie di RDB un valore vicino allo zero. Per altro verso, un valore decisamente negativo sarebbe ottenuto considerando un *market risk premium* del 5,75%, come indicato per l'Italia da Damodaran.

Tenendo conto di questi importanti temperamenti alle analisi quantitative svolte, concludo formulando le seguenti risposte al quesito che mi è stato rivolto.

In base alla documentazione che mi è stata sottoposta ed agli elementi informativi raccolti, un prezzo di emissione di € 0,1635 per nuova azione ordinaria, come offerto nell'ambito dell'Operazione Newco, può essere considerato congruo e non contrario all'interesse degli azionisti esistenti.

⁶ A. Damodaran, *Damodaran on Valuation*, Wiley 1994, pag. 31 e 277

⁷ Con l'ulteriore ipotesi restrittiva di un debito esente da rischio, la formula conduce alla seguente equazione, valida per ogni dimensione di indebitamento, alla quale si richiamano le analisi di *impairment*:

$$\beta_l = \beta_u (1 + D/E)$$


⁸ T. Koller, M. Goedhart, D. Wessels, *op. cit.*, Wiley 2010, pag. 124-125

Il criterio di determinazione del prezzo di emissione deve tenere conto da un lato del valore intrinseco della Società, quale risulta dall'applicazione del metodo DCF; dall'altro del valore risultante da una valutazione comparativa di mercato. Altri elementi di giudizio devono poi essere tenuti presenti, con riguardo ai rischi insiti nel quadro aziendale. Il calcolo del prezzo medio di Borsa dell'ultimo semestre, richiesto dalla legge, nel caso di specie non offre indicazioni significative per la decisione da assumere.

Devo sottolineare una volta di più le condizioni sottostanti al presente parere, puntualmente descritte in precedenza; soprattutto con riferimento alla fattibilità del Piano Finanziario (non ancora approvato dalle controparti nel momento in cui questa relazione è licenziata), alla connessa attestazione di ragionevolezza dell'intero Piano di Risanamento (non ancora rilasciata) e, più in generale, con riferimento alla capacità di RDB di conseguire comunque i propri obiettivi economici ed il proprio riequilibrio finanziario, anche con soluzioni ipoteticamente diverse dall'Operazione Newco.

Quanto ho scritto è per la verità.

Milano, 23 settembre 2011

A handwritten signature in black ink, reading "Giulio Montini". The signature is written in a cursive style with a large initial 'G'.