

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

**Agli Azionisti di  
DMAIL GROUP S.p.A.**

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

In relazione alla proposta di aumento di capitale sociale con esclusione del diritto di opzione ai sensi degli articoli 2441, quinto comma del Codice Civile e 158, primo comma, del D. Lgs. 58/98 ("TUIF"), abbiamo ricevuto dalla società Dmail Group S.p.A. (di seguito "Dmail" o la "Società") la relazione del Consiglio di Amministrazione datata 8 febbraio 2016 ai sensi dell'art. 2441, sesto comma, del Codice Civile (di seguito la "Relazione" o la "Relazione degli Amministratori"), che illustra e motiva la suddetta proposta di aumento di capitale con esclusione del diritto d'opzione, indicando i criteri adottati dal Consiglio di Amministrazione per la determinazione del prezzo delle azioni di nuova emissione.

La Relazione degli Amministratori ha per oggetto un'operazione di aumento del capitale sociale a pagamento ed in via inscindibile, di un importo complessivo, comprensivo di sovrapprezzo, pari ad Euro 16.197.400, da riservarsi a D.Holding S.r.l. per Euro 15.923.400 e ad alcuni creditori della Società per la quota residuale e dunque con esclusione del diritto di opzione ai sensi dell'art. 2441, commi 4 e 5 del Codice Civile, mediante emissione di azioni ordinarie, aventi le stesse caratteristiche di quelle in circolazione, da liberarsi anche mediante compensazione di crediti vantati nei confronti della Società (di seguito l'"Aumento Riservato").

In tale ambito l'Assemblea degli Azionisti di Dmail ha deliberato in data 26 novembre 2015 di attribuire al Consiglio di Amministrazione ai sensi dell'art. 2443 del Codice Civile, per il periodo di 24 mesi dalla data della deliberazione, la delega per l'Aumento Riservato, conferendo al Consiglio stesso ogni più ampia facoltà per stabilire le modalità, i termini e le condizioni dell'Aumento Riservato.

La proposta del Consiglio di Amministrazione, così come descritta nella Relazione degli Amministratori, prevede che il suddetto Aumento Riservato venga perfezionato mediante emissione di n. 107.982.667 nuove azioni ordinarie, aventi le stesse caratteristiche di quelle in circolazione, ad un prezzo di emissione di Euro 0,1500 per azione. Tale proposta sarà sottoposta all'approvazione del Consiglio di Amministrazione della Società di prossima convocazione.

Siamo stati richiesti dal Consiglio di Amministrazione della Società di esprimere, ai sensi del combinato disposto dell'art. 2441, quinto comma e sesto comma, del Codice Civile e dell'art. 158, primo comma, TUIF, il nostro parere sull'adeguatezza del criterio proposto dagli Amministratori ai fini della determinazione del prezzo di emissione delle nuove azioni di Dmail al servizio dell'Aumento Riservato.

## 2. SINTESI DELL'OPERAZIONE

Come indicato dagli Amministratori nella Relazione, il predetto Aumento Riservato, si inserisce nell'ambito del progetto di risanamento economico-finanziario di Dmail e delle società da questa direttamente o indirettamente controllate (di seguito il "Gruppo Dmail" o il "Gruppo") e risulta, a giudizio degli stessi Amministratori, indispensabile al fine di ricostituire la dotazione patrimoniale della Società e del Gruppo e assicurarne la continuità.

In particolare, l'Aumento Riservato è funzionale all'esecuzione del concordato preventivo, di cui alla proposta di concordato preventivo depositata presso il Tribunale di Milano in data 8 settembre 2015, attualmente non ancora omologato dal Tribunale e finalizzato alla definitiva ristrutturazione dell'indebitamento della Società nei confronti della generalità dei propri creditori, nonché al conseguimento del riequilibrio della propria situazione finanziaria e patrimoniale (di seguito il "Concordato Preventivo").

In particolare il suddetto Concordato Preventivo prevede, in sintesi, oltre al necessario Aumento Riservato:

- l'esdebitazione di Dmail, realizzata in parte con le risorse finanziarie rivenienti dalla vendita di due immobili di proprietà della Società ed in parte con le risorse finanziarie rivenienti dall'Aumento Riservato;
- il risanamento della Società attraverso la continuazione dell'attività d'impresa per il tramite della controllata DMedia Group S.p.A. da cui deriva il mantenimento di Dmail in continuità aziendale. Gli utili prodotti dalla controllata saranno in parte distribuiti sotto forma di dividendi alla Società, affinché possa provvedere al pagamento delle spese di gestione;
- l'esercizio da parte di Dmail dell'attività di holding finanziaria emittente azioni negoziate sul Mercato Telematico Azionario organizzato e gestito da Borsa Italiana S.p.A.

Con riferimento al citato Aumento Riservato gli Amministratori evidenziano che D.Holding S.r.l. si è impegnata irrevocabilmente a sottoscrivere e liberare integralmente la parte dell'aumento di capitale ad essa riservata, anche mediante conversione in capitale di alcuni crediti di cui D.Holding S.r.l. è titolare in virtù di taluni finanziamenti effettuati a favore di Dmail (l'"Impegno"). Gli Amministratori fanno altresì presente che è stata prestata da parte di Confidi-Prof Cooperativa di Garanzia, in favore di D.Holding S.r.l., una garanzia a prima richiesta a supporto dell'Impegno, la cui efficacia è subordinata all'omologa del Concordato Preventivo entro e non oltre il termine del 31 luglio 2016.

L'efficacia dell'Impegno, nonché delle deliberazioni assunte dall'Assemblea degli Azionisti in data 26 novembre 2015 e relative all'Aumento Riservato, sono in ogni caso subordinate all'omologazione in via definitiva del Concordato Preventivo, restando inteso che, ove non si verificasse detta condizione sospensiva entro il termine ultimo del 30 settembre 2017, le deliberazioni assunte resteranno definitivamente inefficaci.

Gli Amministratori nella propria Relazione evidenziano come l'Aumento Riservato sia funzionale al risanamento patrimoniale e finanziario della Società e costituisce una fase esecutiva del Concordato Preventivo, che risulta indispensabile al fine di ricostituire la dotazione patrimoniale della Società, assicurare la continuità operativa delle imprese del Gruppo e ridurre l'esposizione debitoria complessiva del Gruppo.

In particolare, per quanto riguarda la situazione patrimoniale della Società, gli Amministratori ricordano nella Relazione che in data 28 gennaio 2016 il Consiglio di Amministrazione ha approvato la situazione patrimoniale al 30 novembre 2015 dalla quale risulta che il patrimonio netto risulta negativo per Euro 45,1 milioni (negativo per Euro 42,1 milioni al 31 dicembre 2014). Pertanto la Società – fermi restando i benefici previsti dalla procedura concordataria - si trova nella fattispecie di cui all'art. 2447 del Codice Civile. In considerazione della situazione di deficit patrimoniale il Consiglio di Amministrazione ritiene che l'esecuzione di quanto indicato nel Concordato Preventivo e quindi l'adempimento di tutti gli impegni ivi previsti, tra i quali l'esecuzione dell'Aumento Riservato, siano necessari per il recupero della consistenza patrimoniale della Società. Diversamente, l'Assemblea degli Azionisti dovrà adottare le deliberazioni inerenti lo scioglimento e la liquidazione della Società ai sensi dell'articolo 2484, n. 4 del Codice Civile.

Alla luce delle considerazioni sopra esposte, gli Amministratori indicano di ritenere che la scelta di escludere il diritto di opzione è finalizzata a garantire la sottoscrizione e liberazione integrale dell'Aumento Riservato in quanto lo stesso è condizione essenziale per il buon esito del Concordato Preventivo e dunque per il risanamento della Società e, quindi, il salvataggio della Società e del Gruppo. Ciò in quanto solo gli impegni assunti da D.Holding S.r.l. consentono di prospettare il soddisfacimento del fabbisogno finanziario necessario per l'integrale esecuzione del Concordato Preventivo, indispensabile per il superamento della situazione di grave squilibrio patrimoniale della Società.

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

Il presente parere di congruità, emesso ai sensi degli articoli 2441, sesto comma, del Codice Civile e 158, primo comma, del D. Lgs. 58/98, ha la finalità di rafforzare l'informativa a favore degli Azionisti esclusi dal diritto di opzione, ai sensi dell'art. 2441, quinto comma, del Codice Civile, in ordine alle metodologie adottate dagli Amministratori per la determinazione del prezzo di emissione delle azioni ai fini del previsto Aumento Riservato.

Più precisamente, il presente parere di congruità indica i metodi seguiti dagli Amministratori per la determinazione del prezzo di emissione delle azioni al servizio dell'Aumento Riservato e le eventuali difficoltà di valutazione dagli stessi incontrate ed è costituito dalle nostre considerazioni sull'adeguatezza, sotto il profilo della loro ragionevolezza e non arbitrarietà, nelle circostanze, di tali metodi, nonché sulla loro corretta applicazione.

Nell'esaminare i metodi di valutazione adottati dagli Amministratori, non abbiamo effettuato una valutazione economica della Società. Tale valutazione è di esclusiva competenza degli Amministratori.

### **4. DOCUMENTAZIONE UTILIZZATA**

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

- Relazione degli Amministratori dell'8 febbraio 2016 predisposta ai sensi dell'art. 2441, sesto comma, del Codice Civile e dell'art. 72 del Regolamento Consob 11971/99;
- Verbali del Consiglio di Amministrazione per le finalità di cui al presente lavoro;
- Delibera assembleare del 26 novembre 2015;

- Statuto vigente della Società per le finalità di cui al presente lavoro;
- Bilancio consolidato semestrale abbreviato al 30 giugno 2015 del Gruppo Dmail e la relativa relazione sulla revisione contabile limitata da noi emessa in data 22 ottobre 2015. Si ricorda che, a causa degli effetti connessi alle rilevanti incertezze attinenti la continuità aziendale, detta relazione evidenziava l'impossibilità ad esprimere una conclusione sulla conformità del bilancio consolidato semestrale abbreviato del Gruppo Dmail al 30 giugno 2015 al principio contabile internazionale applicabile per l'informativa finanziaria infrannuale (IAS 34) adottato dall'Unione Europea;
- Bilanci separato e consolidato di Dmail al 31 dicembre 2014, e le relative relazioni di revisione da noi emesse in data 9 ottobre 2015 che evidenziavano l'impossibilità di esprimere un giudizio a causa dell'esistenza di molteplici significative incertezze attinenti il presupposto della continuità aziendale con possibili effetti cumulati rilevanti sul bilancio separato e consolidato di Dmail;
- Situazione patrimoniale della Società al 30 novembre 2015 non sottoposta a revisione contabile;
- Comunicati stampa riguardanti l'operazione oggetto della presente relazione;
- Piano di concordato e proposta di concordato preventivo approvato dal Consiglio di Amministrazione di Dmail in data 4 settembre 2015 e depositato presso il tribunale di Milano in data 8 settembre 2015;
- Decreto di ammissione alla procedura di concordato preventivo rilasciato in data 7 ottobre 2015 dal Tribunale di Milano;
- Lettera di impegno pervenuta alla Società in data 4 settembre 2015 contenente, *inter alia*, l'impegno assunto da D.Holding S.r.l. in merito alla integrale sottoscrizione dell'Aumento Riservato subordinatamente all'irrevocabile omologazione del Concordato Preventivo;
- Garanzia a prima richiesta prestata da Confidi-Prof Cooperativa di Garanzia in favore di D.Holding S.r.l. a supporto dell'Impegno;
- *"Stima del valore economico di Dmail Group S.p.A. – Fairness opinion avente ad oggetto la congruità del prezzo di emissione relativo all'aumento di capitale di DMail Group S.p.A. nell'ambito della procedura concorsuale in essere"* predisposta da Capizzi & Partners in data 19 gennaio 2016;
- *"Dmail Group S.p.A. – Stima del valore della società"* predisposto da Archè Independent Advisor in data 5 febbraio 2016;
- Documentazione di dettaglio relativa alla valutazione predisposta dagli Amministratori, ai criteri ed alle modalità di determinazione del prezzo di emissione delle nuove azioni di Dmail proposto per l'Aumento Riservato;
- Dettagli e prospetti elaborati dagli Amministratori, nonché elementi emersi dalla discussione con gli stessi;
- Elementi contabili, extracontabili e di tipo statistico, nonché ogni altra informazione ritenuta utile ai fini dell'espletamento del nostro incarico.

Abbiamo inoltre ottenuto specifica ed espressa attestazione, mediante lettera rilasciata dalla Società in data 29 febbraio 2016, che, per quanto a conoscenza degli Amministratori e della Direzione di Dmail, non sono intervenute variazioni rilevanti, né fatti e circostanze che rendano opportune modifiche significative alle assunzioni sottostanti le elaborazioni dei piani economico-finanziari sopra richiamati, nonché ai dati e alle informazioni prese in considerazione nello svolgimento delle nostre analisi e/o che potrebbero avere impatti significativi sulle valutazioni.

## **5. METODI DI VALUTAZIONE ADOTTATI DAL CONSIGLIO DI AMMINISTRAZIONE PER LA DETERMINAZIONE DEL PREZZO DI EMISSIONE DELLE AZIONI DELL'AUMENTO RISERVATO**

### **5.1 Premessa**

Ai fini della determinazione del prezzo di emissione, il Consiglio di Amministrazione di Dmail si è avvalso anche dell'attività di supporto di Arché Independent Advisor (di seguito "Arché") e dei risultati del lavoro svolto da Capizzi & Partners Corporate Finance (di seguito "Capizzi & Partners"), esperti nominati dal Consiglio di Amministrazione (di seguito singolarmente "Advisor" e congiuntamente gli "Advisors").

Gli Advisors hanno provveduto ad emettere due distinte relazioni finalizzate a supportare il Consiglio di Amministrazione nella determinazione del prezzo di emissione delle azioni a servizio dell'Aumento Riservato di Dmail. In particolare, per la determinazione del valore della Società, Arché ha utilizzato il criterio valutativo patrimoniale, mentre Capizzi & Partners ha ritenuto di utilizzare il metodo finanziario. Entrambi gli Advisors hanno ritenuto non idoneo, nella specifica circostanza, il metodo dei corsi di borsa.

Gli Amministratori, tenuto conto delle considerazioni effettuate dagli Advisors, anche per le ragioni identificate nella Relazione e di seguito richiamate, hanno pertanto ritenuto appropriato adottare i criteri valutativi utilizzati degli Advisors e nella fattispecie (i) il criterio valutativo patrimoniale, in coerenza con i dettami dell'art. 2441, sesto comma, del Codice Civile e tenuto conto del ruolo di holding di partecipazioni della Società ed (ii) il metodo finanziario, ampiamente utilizzato nella prassi professionale.

Peraltro gli Amministratori hanno assunto le risultanze derivanti dall'applicazione di tali metodi da parte degli Advisors, ritenendo tuttavia necessario ed appropriato effettuare alcune autonome considerazioni valutative, dettagliatamente descritte nella Relazione e di seguito richiamate.

### **5.2 Descrizione dei metodi di valutazione adottati dal Consiglio di Amministrazione**

#### **5.2.1 Metodo patrimoniale**

Gli Amministratori nella Relazione hanno fatto riferimento alla valutazione effettuata da Arché mediante l'utilizzo del metodo patrimoniale, che esprime a valori correnti le voci che compongono il patrimonio netto attraverso la valutazione delle singole attività e passività. In particolare al 30 novembre 2015, secondo quanto riportato dall'Advisor e richiamato nella Relazione, la Società presentava un patrimonio netto negativo pari a Euro 45,1 milioni:

<i>Valori in Euro migliaia</i>	
<b>Situazione Patrimoniale</b>	<b>30/11/2015</b>
Immobili, impianti e macchinari	1.761
Partecipazioni	8.243
<b>Attività non correnti</b>	<b>10.004</b>
<b>Attività correnti</b>	<b>872</b>
<b>Totale Attività</b>	<b>10.876</b>
Passività finanziarie correnti	34.567
Debiti tributari	211
Debiti commerciali e altre passività correnti	10.313
<b>Passività correnti</b>	<b>45.090</b>
<b>Passività non correnti</b>	<b>10.870</b>
<b>Patrimonio netto</b>	<b>(45.084)</b>
<b>Totale Passività</b>	<b>10.876</b>

Dall'analisi dell'Advisor si evidenzia che il principale attivo della Società è rappresentato dalla partecipazione totalitaria detenuta in Dmedia Group S.p.A. ed iscritta a Euro 8,2 milioni. Le altre poste patrimoniali sono già espresse ai rispettivi *fair value*. In tale contesto Arché osserva che la controllata Dmedia Group S.p.A. è stata recentemente oggetto di valutazione indipendente da parte di Capizzi & Partners, le cui conclusioni sono state acquisite nella relazione di attestazione al Concordato Preventivo redatta dal prof. Renato Giovannini e che tale valutazione è stata anche sottoposta ad analisi di ragionevolezza della corretta applicazione del metodo e dei parametri utilizzati da parte di Arché stessa. Il valore corrente della partecipazione in Dmedia Group S.p.A. è stato pertanto individuato in Euro 9,7 milioni con conseguente plusvalore patrimoniale di Euro 1,5 milioni. Inoltre gli Amministratori hanno tenuto conto del plusvalore legato alla cessione di due immobili di proprietà della Società, i cui effetti sul patrimonio netto sono stimati in circa Euro 0,7 milioni.

Di conseguenza sulla base di quanto sopra riportato, il valore economico della Società risulterebbe negativo e pari ad Euro -42,9 milioni.

Gli Amministratori inoltre, a maggior tutela degli azionisti esclusi dal diritto di opzione, hanno anche voluto tenere conto nella stima del valore del capitale economico degli effetti positivi dell'esdebitazione conseguente al Concordato Preventivo per circa Euro 36,6 milioni, ancorché l'Aumento Riservato sia essenziale all'esdebitazione stessa.

Pertanto tenuto conto anche dell'effetto legato all'esdebitazione, il valore economico della Società si attesterebbe a valori negativi e pari ad Euro -6,3 milioni.

### **5.2.2 Metodo del *Discounted Cash Flow***

Gli Amministratori per le loro considerazioni in merito alla determinazione del valore del capitale economico di Dmail, hanno analizzato anche i risultati ottenuti dall'Advisor Capizzi & Partners mediante l'applicazione del metodo del *Discounted Cash Flow*, approccio largamente condiviso dalla prassi professionale in sede di valutazione delle società.

Gli Amministratori nella Relazione preliminarmente evidenziano i limiti che potrebbero derivare dall'applicazione del metodo del *Discounted Cash Flow* in quanto non risulta disponibile un piano industriale e finanziario consolidato e presuppone la circostanza che l'operazione di risanamento abbia già avuto buon esito, incorporando, quindi, gli effetti positivi della stessa tra cui la disponibilità delle risorse finanziarie per proseguire la propria attività operativa. Gli Amministratori, tuttavia, evidenziano che Capizzi & Partners, mediante l'utilizzo di tale metodologia, ha assunto il buon esito della procedura avviata e che pertanto la stima del valore del capitale economico della Società non può che discendere dall'apprezzamento che i creditori sociali esprimeranno nei confronti del Concordato Preventivo in modo tale da determinare una correlazione fra il valore della proposta di concordato preventivo ed il buon esito della procedura avviata, il cui venir meno non potrebbe che comportare il venir meno di qualunque ipotesi di valore.

Capizzi & Partners nella applicazione del metodo del *Discounted Cash Flow* ha fatto riferimento ai flussi di cassa che discendono direttamente dal Piano Concordatario elaborato dalla Società e contenuto nella proposta di concordato preventivo e sottoposto ad attestazione da parte del professionista incaricato dell'elaborazione della Relazione di Attestazione ex art. 160 e successivi L.F..

L'Advisor ha inoltre stimato un WACC pari al 10,43%, sulla base di quanto segue:

- Risk-free rate – Il risk-free rate adottato è pari alla media relativa all'anno 2015 dei titoli con scadenze a medio termine indicati nel Rendistato pubblicato dalla Banca di Italia;
- Beta – Il coefficiente beta è stato stimato sulla base del coefficiente della controllata Dmedia Group S.p.A. in quanto i flussi di cassa attesi di Dmail discendono prevalentemente ai flussi della sua controllata e ne riflettono pertanto il medesimo rischio. Nella fattispecie il beta è stato stimato sulla base di un panel di società quotate operanti nel settore dei media;
- Equity risk premium – L'equity risk premium adottato è pari al 5,69%, tasso medio in linea sia con i risultati delle analisi di lungo periodo relative ai Paesi industrializzati, sia con la prassi professionale;
- Specific risk premium – Ai fini della valutazione, sono stati applicati premi specifici per il rischio Small Cap, Illiquidity e Holding Distress, al fine di tenere conto del rischio intrinseco della Società dato dalle incertezze relative al buon esito della procedura concordataria e dalla dimensione.

Per quanto concerne la struttura finanziaria, l'Advisor ha assunto una struttura finanziaria di tipo *fully equity* in considerazione del fatto che i flussi di cassa utilizzati sono da considerarsi *levered*, ovvero a disposizione degli azionisti di Dmail.

Nell'applicazione del metodo DCF, alla luce di quanto sopra esposto, l'Advisor ha inoltre operato una rettifica sulla posizione finanziaria netta alla data di valutazione per depurarla dai seguenti principali effetti:

- beneficio finanziario legato all'effetto dell'esdebitamento per circa Euro 26,1 milioni assumendo quindi il buon esito della procedura di Concordato Preventivo in corso, nonostante la stretta interdipendenza con le altre condizioni previste dal Concordato Preventivo, ivi compresa l'integrale sottoscrizione e liberazione dell'Aumento Riservato;
- effetto finanziario positivo generato dalla postergazione dei versamenti soci in conto futuro aumento di capitale per Euro 5,6 milioni.

L'Advisor, tenuto conto delle considerazioni sopra indicate, perviene ad un valore del capitale economico della Società al 30 novembre 2015 negativo per Euro -2,7 milioni:

<i>Valori in Euro migliaia</i>		
Sommatoria flussi di cassa attualizzati		(19)
<i>WACC</i>	10,43%	
<i>Tasso di crescita perpetua (g)</i>	0%	
Terminal Value attualizzato		47
<b>Enterprise Value</b>		<b>28</b>
<i>Posizione Finanziaria Netta</i>	(34.484)	
<i>Stralcio debito bancario</i>	26.094	
<i>Finanziamento soci postergati</i>	5.645	
Posizione Finanziaria Netta		(2.745)
<b>Equity Value</b>		<b>(2.717)</b>

Peraltro gli Amministratori, ravvisata la necessità di apportare alcuni correttivi al fine di riflettere le più comuni prassi valutative, hanno elaborato autonome considerazioni, rettificando di conseguenza il valore economico stimato da Capizzi & Partners, per eliminare l'effetto finanziario positivo sulla posizione finanziaria netta generato dal Concordato Preventivo ed in particolare eliminando sia l'effetto relativo all'esdebitazione di Euro 26,1 milioni, sia l'effetto dei versamenti soci in conto futuro aumento di capitale di Euro 5,6 milioni, questi ultimi rappresentativi di una mera anticipazione finanziaria dell'operazione resasi necessaria in ragione degli urgenti fabbisogni finanziari, addivenendo pertanto ad una valutazione di tipo "pre-money".

Sulla base dell'applicazione del metodo DCF, tenuto conto di quanto sopra esposto, il valore del capitale economico della Società risulta negativo anch'esso per Euro -34,5 milioni.

Peraltro, coerentemente a quanto effettuato mediante l'utilizzo del metodo patrimoniale, gli Amministratori, sempre a maggior tutela degli azionisti esclusi dal diritto di opzione, hanno voluto considerare la posizione finanziaria netta post esdebitazione di Euro 26,1 milioni, addivenendo ad un valore del capitale economico della Società, antecedente l'integrale esecuzione del connesso Aumento Riservato, negativo per Euro -8,4 milioni.

### 5.2.3 Metodo dei prezzi di borsa

Gli Amministratori, nel rammentare che la disposizione di cui all'art. 2441, sesto comma, del Codice Civile prevede che, quando la società esclude il diritto di opzione, il prezzo di emissione delle nuove azioni debba essere determinato in base al valore del patrimonio netto, tenendo conto, per le società quotate in mercati regolamentati, anche dell'andamento delle quotazioni dell'ultimo semestre, sottolineano la circostanza che nel caso in esame il tema presenta tuttavia profili peculiari.

Gli Amministratori evidenziano infatti come la Società versi in una situazione di grave deficit patrimoniale e come l'operazione di ricapitalizzazione in esame, posta in essere in esecuzione del Concordato Preventivo, sia funzionale al risanamento della Società al fine di assicurarne la continuità aziendale. Tale operazione, all'esito del compiuto adempimento di tutti gli impegni previsti dal Concordato Preventivo comporterà, tra gli altri, un effetto positivo sul patrimonio netto almeno per i seguenti aspetti:



- a) Euro 8.197.400 con la liberazione parziale dell'Aumento Riservato mediante conversione di alcuni crediti vantati nei confronti della Società, ed in particolare quanto ad Euro 7.923.400 vantati da D.Holding S.r.l. e la parte residua da altri soci e finanziatori;
- b) Euro 8.000.000 che si libereranno mediante versamento in denaro della quota di Aumento Riservato da parte di D.Holding S.r.l., di cui Euro 265.000 già versati alla data della Relazione;
- c) Euro 36.578.006 per lo stralcio dei debiti chirografari in esecuzione del Concordato Preventivo.

Per contro, gli Amministratori rammentano che in assenza della più volte descritta operazione di ricapitalizzazione societaria, la Società avrebbe un valore nullo, o addirittura ampiamente negativo, alla luce della situazione di deficit patrimoniale altrimenti insanabile e pertanto parimenti nullo sarebbe il valore detenuto da ciascuno degli azionisti attuali.

Ciò detto gli Amministratori nella loro Relazione, tenuto conto anche delle considerazioni effettuate dagli Advisors, hanno analizzato l'andamento delle quotazioni dell'ultimo semestre conformemente al disposto dell'art. 2441, sesto comma, del Codice Civile.

A tal proposito gli Amministratori nella Relazione osservano che le quotazioni di borsa risultano spesso influenzate da fattori di natura diversa e per lo più speculativa che ne amplificano gli effetti in presenza di specifici contesti. Gli stessi rilevano inoltre che la prassi valutativa concorda nell'indicare che le quotazioni di borsa rappresentano un parametro rilevante per l'apprezzamento del valore di società quotate, nei casi in cui:

- l'andamento dei prezzi del titolo azionario sia stabile;
- la capitalizzazione sia elevata;
- i volumi scambiati siano significativi; e
- il flottante sia ampio.

Qualora sussistano queste condizioni, in assenza di turbolenza dei mercati, i prezzi rilevati in borsa possono essere considerati indicativi per la stima del valore della società poiché:

- il mercato ha una chiara percezione delle caratteristiche della società;
- i prezzi, se hanno un andamento costante nel medio termine, non dovrebbero scontare l'effetto di accadimenti particolari e non dovrebbero essere influenzati da movimenti sul mercato provocati da soggetti con una posizione dominante.

Nella fattispecie, gli Amministratori rilevano che sulla base delle considerazioni effettuate da Arché relativamente all'andamento della quotazione del titolo Dmail nel corso degli ultimi sei mesi, è possibile osservare che:

- (i) la capitalizzazione di borsa del titolo azionario è stata contenuta e ciò ha limitato in parte la significatività dei prezzi trattati;
- (ii) i volumi trattati giornalmente non sono stati mai significativi limitando pertanto la possibilità e la valenza di analisi significative sul titolo, per la difficoltà di trovare un *consensus* ampio, basato su transazioni di dimensioni rilevanti; a tal proposito l'Advisor Arché rileva che i volumi del titolo Dmail hanno rappresentato circa l'1% del flottante, ed il volume medio negoziato per il titolo Dmail è pari ad una porzione infinitesimale del totale mercato MTA (0,0008%);
- (iii) l'andamento dei prezzi è stato limitatamente influenzato dalle comunicazioni societarie sia positive che negative.

Gli Amministratori ravvisano, inoltre, che non è infrequente assistere ad andamenti del prezzo del titolo non necessariamente corrispondenti o ancorati ai contenuti sostanziali dei comunicati e delle informazioni pubblicamente disponibili di grave crisi aziendale e di situazione concordataria (evidenziando in alcuni casi asincronie nella risposta del mercato).

Gli Amministratori ritengono che l'andamento del titolo sopra descritto trovi giustificazione nel fatto che il prezzo di borsa incorpora anche aspettative degli investitori in ordine alla Società, non necessariamente razionali e coerenti con le informazioni disponibili al mercato anche con riguardo al reale stato di fatto in cui si trova la Società. Gli Amministratori evidenziano che non è infatti infrequente che, in situazioni peculiari quali quella in esame ed indipendentemente dall'informativa resa in ordine alla situazione patologica di crisi, il mercato azionario non consideri la conseguente perdita del valore dell'azione e pertanto l'andamento dei prezzi ufficiali dei titoli quotati non risulti rappresentativo dell'effettivo valore del capitale economico delle società in stato di crisi, attribuendo un valore ingiustificato pur alla luce della certezza di perdere completamente il proprio interesse patrimoniale da parte dell'azionista.

Nel caso specifico gli Amministratori evidenziano che il prezzo del titolo Dmail appare completamente disancorato dal patrimonio netto della Società, risultando lo stesso ampiamente negativo, evidenziando quindi aspettative di lungo periodo sul possibile andamento societario che evidentemente non considerano le informazioni pubbliche che hanno a più riprese rappresentato una situazione di grave crisi finanziaria ed operativa della Società, superabile solo grazie al buon esito della procedura di Concordato Preventivo.

Pertanto, in considerazione di quanto esposto, gli Amministratori hanno ritenuto che il corso di borsa degli ultimi sei mesi non sia rappresentativo dell'effettivo valore corrente della Società.

### **5.3. Determinazione del prezzo di emissione delle azioni per l'Aumento Riservato**

In conclusione, considerando quindi che il valore economico della Società si attesta sempre su valori negativi, gli Amministratori indicano che, in assenza di un criterio oggettivo atto a fissare il "prezzo di emissione" delle nuove azioni, hanno ritenuto ragionevole riconoscere un valore per azione in linea con la valorizzazione già espressa in occasione della precedente delibera assembleare del 25 luglio 2014 relativa all'aumento di capitale funzionale all'esecuzione degli accordi di ristrutturazione sottoscritti in data 7/8 maggio 2014 ai sensi dell'art. 182-bis della Legge Fallimentare, pur osservando nel periodo intercorso un deterioramento ulteriore e significativo della situazione patrimoniale e finanziaria della Società. In tale ottica pertanto gli Amministratori hanno fissato il prezzo delle nuove azioni rivenienti dall'Aumento Riservato in Euro 0,1500 per azione.

In ragione di quanto sopra, gli Amministratori ritengono per definizione soddisfatta la *ratio* dell'art. 2441, sesto comma, Codice Civile in quanto l'effetto diluitivo che i soci attuali subiscono quale conseguenza della soppressione del diritto di opzione, non comporterà per gli stessi, secondo gli Amministratori, l'integrale perdita di valore delle azioni ad oggi detenute ma, anzi, la conservazione da parte dei soci attuali di una, seppur decisamente modesta, frazione del capitale sociale che rappresenterà un incremento del valore della loro partecipazione, che in assenza dell'Aumento Riservato avrebbe valore nullo.

Tenuto conto di quanto sopra esposto, il Consiglio di Amministrazione ritiene che alla luce dell'art. 2441, sesto comma, Codice Civile il prezzo di emissione al servizio dall'Aumento Riservato sia congruo e non pregiudizievole per gli attuali azionisti della Società, anche considerando che tale aumento di capitale è necessario e condizione essenziale per l'attuazione delle misure previste dal Concordato Preventivo, stante l'attuale stato di crisi finanziaria e deficit patrimoniale in cui si trova la Società.

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

Tenuto conto delle considerazioni svolte al precedente paragrafo 5. in merito alla peculiarità della situazione Dmail, gli stessi Amministratori osservano che il valore economico della Società risultante dalle metodologie utilizzate, attestandosi su valori negativi, non consente di utilizzare un criterio oggettivo per la determinazione del prezzo di emissione al servizio dell'Aumento Riservato.

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

Come riportato nella Relazione degli Amministratori i risultati della valutazione del capitale economico di Dmail condurrebbero a valori negativi e pertanto non hanno consentito agli stessi di utilizzare un criterio oggettivo per la determinazione del prezzo di emissione delle azioni per l'Aumento Riservato. Gli Amministratori quindi hanno determinato il prezzo di emissione delle azioni per l'Aumento Riservato in Euro 0,1500, facendo riferimento alla citata precedente operazione.

## **8. LAVORO SVOLTO**

Ai fini dell'espletamento del nostro incarico, abbiamo:

- incontrato preliminarmente la Direzione Amministrativa della Società e condotto approfondimenti con gli Advisors che ci hanno illustrato le metodologie adottate, nonché le ipotesi di valutazione e fornito le prime analisi di dettaglio;
- esaminato, per le finalità di cui al presente lavoro, lo Statuto vigente della Società;
- esaminato il verbale del Consiglio di Amministrazione della Società datato 8 febbraio 2016 con specifico riguardo all'Aumento Riservato;
- svolto una lettura critica della Relazione degli Amministratori;
- esaminato la documentazione resa disponibile con riferimento al Concordato Preventivo ai sensi dell'art. 161 L.F. depositato l'8 settembre 2015 e dichiarato ammissibile dal Tribunale di Milano in data 7 ottobre 2015;
- svolto discussioni con gli Amministratori al fine di comprendere la situazione della Società al momento della presentazione della domanda di Concordato Preventivo e la situazione in essere alla data della presente relazione;
- analizzato, sulla base di discussioni con gli Amministratori, il lavoro da loro svolto per l'individuazione dei criteri di determinazione del prezzo di emissione delle nuove azioni onde riscontrarne l'adeguatezza;
- riscontrato la completezza e non contraddittorietà delle motivazioni del Consiglio di Amministrazione riguardanti i metodi valutativi da esso adottati ai fini della fissazione del prezzo di emissione delle azioni;

- considerato gli elementi necessari ad accertare che tali metodi fossero tecnicamente idonei, nelle specifiche circostanze, a determinare il prezzo di emissione delle nuove azioni;
- effettuato verifiche sull'andamento delle quotazioni di borsa della Società nei sei mesi antecedenti la Relazione e analizzato l'andamento delle quotazioni di Dmail nel corso degli ultimi 12 mesi, dei volumi di negoziazione allo scopo di apprezzare la liquidità del titolo e i volumi scambiati, in relazione alle considerazioni degli Amministratori circa l'applicazione del metodo delle quotazioni di borsa;
- verificato la coerenza dei dati utilizzati dagli Amministratori con le fonti di riferimento nonché la correttezza matematica del calcolo del valore del capitale economico della Società effettuato mediante l'applicazione dei metodi di valutazione adottati dal Consiglio di Amministrazione;
- svolto autonome analisi di sensibilità, nell'ambito dei metodi di valutazione adottati dal Consiglio di Amministrazione per la valutazione della Società;
- effettuato una selezione di operazioni aventi natura e caratteristiche simili al fine di individuare eventuali elementi di raffronto che potessero risultare utili, nelle specifiche circostanze, per le finalità dell'incarico;
- ricevuto formale attestazione dei legali rappresentanti della Società sugli elementi di valutazione messi a disposizione e sul fatto che, per quanto a loro conoscenza, alla data della nostra relazione, non sussistono modifiche significative da apportare ai dati di riferimento dell'operazione e agli altri elementi presi in considerazione.

## **9. COMMENTI E PRECISAZIONI SULL'ADEGUATEZZA DEI METODI DI VALUTAZIONE ADOTTATI DAGLI AMMINISTRATORI PER LA DETERMINAZIONE DEL PREZZO DI EMISSIONE DELLE AZIONI**

### **9.1 Premessa**

In via preliminare è opportuno ricordare nuovamente che oggetto della presente relazione è, nell'ambito della complessa e articolata operazione sinteticamente ricordata al precedente paragrafo 2., l'Aumento Riservato che si presenta come aumento di capitale con esclusione del diritto di opzione ai sensi dell'art. 2441, quinto comma, del Codice Civile.

Come illustrato nella Relazione degli Amministratori, l'operazione si inquadra nell'ambito del progetto di risanamento del Gruppo Dmail ed in particolare di quanto disciplinato dal Concordato Preventivo attualmente non ancora omologato come meglio descritto al precedente paragrafo 2..

La Relazione degli Amministratori illustra la complessiva operazione e l'aumento di capitale in esame e descrive le motivazioni sottostanti le scelte metodologiche dagli stessi effettuate ed il processo logico seguito ai fini della determinazione del prezzo di emissione delle azioni nell'ambito dell'aumento di capitale medesimo.

Al riguardo, in considerazione delle caratteristiche dell'operazione, esprimiamo di seguito le nostre considerazioni esclusivamente sulla congruità del prezzo di emissione delle azioni nell'ambito dell'Aumento Riservato, vale a dire sull'adeguatezza, in termini di ragionevolezza e non arbitrarietà, dei metodi adottati dal Consiglio di Amministrazione nel proprio procedimento valutativo, nonché sulla loro corretta applicazione. Esula viceversa dall'ambito del presente parere qualsivoglia considerazione in relazione ai profili di opportunità e/o convenienza dell'Aumento Riservato per gli azionisti di Dmail, che rimangono di stretta competenza di questi ultimi.

Le seguenti considerazioni in merito alla ragionevolezza e non arbitrarietà delle metodologie adottate dagli Amministratori per la determinazione del prezzo di emissione delle azioni nell'ambito dell'Aumento Riservato tengono anche conto dell'articolato quadro delle intese intervenute tra i vari soggetti interessati dalle operazioni indicate nel precedente paragrafo 2. che hanno caratterizzato la struttura complessiva dell'operazione. Ciò esclusivamente nell'ottica della tutela della posizione degli azionisti esclusi dal diritto d'opzione, che rappresentano i destinatari del presente parere.

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

### **9.2.1 Determinazione del valore del capitale economico di Dmail attraverso la metodologia patrimoniale**

La Relazione degli Amministratori descrive le motivazioni sottostanti la metodologia adottata dal Consiglio di Amministrazione ed il processo logico dallo stesso seguito ai fini della determinazione del prezzo di emissione delle azioni a servizio dell'Aumento Riservato.

Gli Amministratori hanno effettuato la valutazione del capitale economico di Dmail per le finalità dell'Aumento Riservato sulla base del metodo patrimoniale. Tale metodo risulta un approccio largamente condiviso dalla prassi professionale, anche in considerazione della natura di holding di partecipazioni di Dmail.

La scelta degli Amministratori di proporre il valore del patrimonio netto per azione ai fini della determinazione del prezzo di emissione delle azioni a servizio del conferimento in oggetto trova inoltre conforto nel disposto del sesto comma dell'art. 2441 del Codice Civile, che prevede che il prezzo di emissione delle azioni, nel caso di esclusione del diritto di opzione, debba essere determinato *“in base al valore del patrimonio netto, tenendo conto, per le azioni quotate in mercati regolamentati, anche dell'andamento delle quotazioni dell'ultimo semestre”*.

Le analisi e gli autonomi spunti valutativi da noi sviluppati, anche sulla base della documentazione messa a nostra disposizione dagli Amministratori, nonché le analisi di sensibilità da noi autonomamente elaborate per valutare il possibile impatto di variazioni nelle differenti ipotesi e nei parametri assunti nell'ambito della valutazione della controllata Dmedia Group S.p.A., che come descritto in precedenza costituisce l'*asset* più rilevante della Società, confermano, nelle circostanze e per le finalità di cui al presente parere, la ragionevolezza della scelte metodologiche effettuate dagli Amministratori in relazione alla scelta di tale metodo valutativo ed alla sua applicazione.

### 9.2.2 *Determinazione del valore del capitale economico di Dmail attraverso la metodologia DCF*

Il Consiglio di Amministrazione sottolinea che, anche al fine di corroborare i risultati derivanti dall'applicazione del metodo patrimoniale, è stato fatto riferimento al metodo del *Discounted Cash Flow*, approccio largamente condiviso dalla prassi professionale in sede di valutazione delle società, utilizzato nella fattispecie dall'esperto Capizzi & Partners e fatto proprio dal Consiglio di Amministrazione.

A tal proposito si rileva che in linea generale i metodi di tipo finanziario risultano, ad oggi, quelli più diffusamente applicati, in considerazione sia della solidità e coerenza dei principi teorici di base, sia della maggiore familiarità presso investitori, esperti ed osservatori internazionali. In particolare il metodo DCF risulta di ampio utilizzo nella prassi aziendalistica internazionale e rientra tra i metodi basati sui flussi di cassa prospettici, riconosciuti dalla migliore dottrina. A tale proposito, nella Relazione degli Amministratori viene descritto il procedimento valutativo svolto e le motivazioni sottostanti le scelte effettuate per l'individuazione dei differenti parametri. Nell'applicazione di tale metodo, gli Amministratori hanno inoltre considerato le caratteristiche ed i limiti impliciti, sulla base della prassi valutativa, professionale, nazionale ed internazionale, normalmente seguita.

In particolare, ai fini della determinazione del tasso da impiegare per l'attualizzazione dei flussi di cassa prospettici nell'ambito del metodo DCF, gli Amministratori hanno fatto riferimento al costo medio ponderato del capitale ossia il "WACC", stimato nella fattispecie pari al costo del capitale proprio, determinato dagli Amministratori con il metodo del *Capital Asset Pricing Model*. Nell'applicazione di tale metodo, gli Amministratori hanno opportunamente considerato le caratteristiche della Società ed il fatto che i flussi di cassa della stessa derivino prevalentemente da quelli della controllata Dmedia Group S.p.A. e pertanto ne riflettono la medesima rischiosità. Tale aspetto è stato considerato nella stima del coefficiente beta, che è stato stimato sulla base di un *panel* di società comparabili operanti nel settore dei media, settore di appartenenza della controllata Dmedia Group S.p.A. Inoltre, gli Amministratori al fine di tenere conto del rischio intrinseco della Società dato dalle incertezze relative al buon esito della procedura concordataria e dalla dimensione della Società hanno applicato dei premi di rischio specifico. Le scelte metodologiche effettuate dagli Amministratori in relazione alla costruzione ed applicazione del metodo valutativo prescelto risultano, nelle circostanze, adeguatamente motivate nella Relazione degli Amministratori, ragionevoli ed in linea con i principi espressi dalla dottrina.

Inoltre, gli Amministratori rispetto ai valori indicati dall'Advisor, nell'applicazione della metodologia del DCF, al fine di considerare un più idoneo valore economico attribuibile alla Società, avuto riguardo delle finalità della valutazione, in linea con la prassi valutativa prevalente, non hanno tenuto conto degli effetti sulla Posizione Finanziaria Netta derivanti quantomeno dai versamenti effettuati in conto futuro aumento di capitale fino alla data della Relazione, addivenendo quindi ad una valutazione di tipo "*pre-money*". Al riguardo i versamenti in conto futuro aumento di capitale costituiscono una mera anticipazione finanziaria dell'operazione di aumento di capitale resasi necessaria in ragione degli urgenti fabbisogni finanziari. La loro esclusione, nella determinazione del prezzo di emissione proposto dagli Amministratori, appare in effetti appropriata essendo essi stessi l'oggetto della proposta.

Infine, gli Amministratori hanno evidenziato i limiti derivanti dall'applicazione del metodo DCF in quanto non risulta disponibile un piano industriale e finanziario consolidato e non sussisterebbero, da parte della società oggetto di stima, autonome capacità di generare flussi di cassa in assenza della citata operazione di risanamento.

Gli Amministratori tuttavia evidenziano, mediante l'utilizzo di tale metodologia, di avere assunto il buon esito della procedura avviata e che pertanto la stima del valore del capitale economico della Società non può che discendere dall'apprezzamento che i creditori sociali esprimeranno nei confronti del Concordato Preventivo in modo tale da determinare una correlazione fra il valore della proposta ed il buon esito della procedura avviata, il cui venir meno non potrebbe che comportare il venir meno di qualunque ipotesi di valore.

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

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

Il Consiglio di Amministrazione sottolinea di avere ritenuto di non utilizzare, tanto con finalità di metodologia principale, quanto ai fini di controllo, il metodo delle quotazioni di borsa indicato dall'articolo 2441, sesto comma, del Codice Civile. Infatti, gli Amministratori, all'esito di analisi il cui *iter* logico è stato illustrato nella Relazione e delle considerazioni contenute nelle perizie degli Advisors, hanno ritenuto che una valutazione basata sull'andamento delle quotazioni di borsa non fosse rappresentativa dell'effettivo valore del capitale economico della Società.

Le quotazioni di borsa rappresentano un parametro normalmente utilizzato per la valutazione di società quotate. Infatti, le quotazioni di borsa esprimono, di regola, il valore attribuito dal mercato alle azioni oggetto di trattazione e, conseguentemente, forniscono in condizioni normali indicazioni rilevanti in merito al valore della società cui le azioni si riferiscono, in quanto riflettono le informazioni a disposizione degli analisti e degli investitori, nonché le aspettative degli stessi circa l'andamento economico e finanziario della società. In effetti, il riferimento ai corsi di borsa è comunemente accettato sia a livello nazionale che internazionale ed è ampiamente utilizzato nella prassi professionale, ove si tratti di società con azioni quotate in mercati regolamentati. Il riferimento ai corsi di borsa trova conforto anche nel disposto del sesto comma dell'art. 2441 del Codice Civile.

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

Gli Advisors al riguardo hanno evidenziato che il prezzo di borsa delle azioni Dmail non possa essere utilizzato come parametro di riferimento per il calcolo del valore del capitale economico intrinseco dell'azienda e che la sua divergenza rispetto al valore risultante dall'analisi effettuata tramite i metodi di valutazione patrimoniale e finanziario sia da ricercarsi tra l'altro (i) nella limitata capitalizzazione di borsa, (ii) nei volumi di contrattazione molto bassi ossia nella scarsa liquidità del titolo e (iii) nella scarsa correlazione tra l'andamento dei prezzi e le comunicazioni societarie sia positive che negative.

Tali caratteristiche rendono infatti la quotazione di borsa di un titolo scarsamente indicativo del valore di una società in quanto non dotato di caratteristiche di stabilità dei prezzi, elevata capitalizzazione, significatività degli scambi ed ampiezza del flottante. Qualora esistano tali condizioni infatti i corsi di borsa possono essere considerati significativi poiché:

- il mercato ha una chiara percezione delle caratteristiche della società;
- i prezzi, se hanno un andamento costante nel medio termine, non dovrebbero scontare l'effetto di accadimenti particolari e non dovrebbero essere influenzati da movimenti sul mercato provocati da soggetti con una posizione dominante

Gli Amministratori pertanto, confortati anche dalle considerazioni contenute nelle perizie degli Advisors, hanno ritenuto che, nonostante l'informativa in ordine alla situazione di perdurante situazione di crisi, il mercato azionario sembri comunque ignorare, per carenza di strumenti interpretativi o per puro intento speculativo di brevissimo termine, la perdita di valore dell'azione conseguente a tale situazione di crisi.

Il riferimento ai corsi di borsa del titolo, diversamente dal valore nullo risultante dall'applicazione delle metodologie patrimoniali e del DCF, non pare quindi recepire appieno l'effettiva situazione di crisi in cui versa la Società conseguente, nelle specifiche circostanze, all'andamento della gestione operativa, alla insostenibilità del debito ed al persistere delle condizioni di cui all'art. 2447 del Codice Civile. Si tratta di circostanze che, in assenza del perfezionamento del Concordato Preventivo, dell'implementazione delle misure e delle operazioni ivi previste, e quindi dello stesso Aumento Riservato, non consentirebbero alla Società di continuare ad operare sulla base del presupposto della continuità aziendale.

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

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

#### ***9.2.4 Considerazioni in ordine alla determinazione del prezzo di emissione delle azioni per l'Aumento Riservato***

Come sopra rilevato le metodologie applicate dagli Advisors, nominati dal Consiglio di Amministrazione e fatte proprie dallo stesso Consiglio, individuano, in tutti gli scenari ipotizzati, un valore per azione negativo e pertanto nullo, dunque inefficace ai fini della determinazione del prezzo di emissione. D'altra parte l'operazione si inserisce in un contesto di grave crisi aziendale in cui l'Aumento Riservato, oggetto del presente parere, assume un ruolo essenziale ai fini del risanamento della Società. Ne consegue che il Consiglio di Amministrazione, accertata tale condizione, ha ritenuto comunque necessario individuare un prezzo di emissione. Detto prezzo, secondo quanto riferito dallo stesso Consiglio di Amministrazione, risulta di non agevole determinazione in assenza di elementi oggettivi. Di tale condizione essi stessi danno conto sottolineando tale aspetto come una delle difficoltà incontrate ai fini della determinazione del prezzo di emissione.

Nella circostanza così delineatasi gli Amministratori hanno ritenuto di determinare il prezzo di emissione riferendosi ad una precedente operazione – non perfezionata – di aumento di capitale con esclusione del diritto di opzione basata su una valorizzazione espressa in occasione della precedente delibera assembleare del 25 luglio 2014. Essi dunque su tali basi hanno individuato in Euro 0,1500 il prezzo di emissione anche per l'operazione proposta ed oggetto del presente parere.



Il Consiglio di Amministrazione riferisce che il prezzo di emissione delle azioni così determinato soddisfa la *ratio* dell'art. 2441, sesto comma, Codice Civile in quanto l'effetto diluitivo che i soci attuali subiscono quale conseguenza della soppressione del diritto di opzione, non comporterebbe per gli stessi, secondo gli Amministratori, l'integrale perdita di valore delle azioni ad oggi detenute ma, anzi, la conservazione da parte dei soci attuali di una, seppur decisamente modesta, frazione del capitale sociale che rappresenterà un incremento del valore della loro partecipazione, che in assenza dell'Aumento Riservato avrebbe valore nullo.

Peraltro, occorre osservare che l'operazione cui il Consiglio di Amministrazione fa riferimento, ed in base alla quale è stato determinato il prezzo di emissione, è relativa ad una differente situazione, seppure sempre di crisi, della Società ove le condizioni dell'impresa non avevano tuttavia subito il successivo aggravamento evidenziato nell'attuale condizione di deficit patrimoniale e nella differente procedura di risanamento adita. Inoltre, come emerge dalla Relazione degli Amministratori, l'operazione presa come riferimento nella determinazione del prezzo di emissione è relativa ad un periodo oramai particolarmente distante dalla data dell'Aumento Riservato oggetto del presente parere anche nella prospettiva di gravi perdite incorse dalla Società. D'altra parte all'interno della Relazione, non emergono le motivazioni oggettive alla base della scelta degli Amministratori di determinare nella misura di Euro 0,1500 il prezzo delle azioni per l'Aumento Riservato.

Gli Amministratori motivano esclusivamente la scelta di fissare un prezzo identico a quello individuato nel 2014 con l'intendimento di riconoscere, a fronte di un valore nullo espresso dalle valutazioni operate, un valore che sia in grado di far conservare ai soci attuali una parte del proprio valore a fronte dell'Aumento Riservato, in assenza del quale, la partecipazione risulterebbe per questi di valore nullo.

Ferme restando le considerazioni sopra svolte in ordine alle carenze della Relazione sotto il profilo delle motivazioni che hanno guidato le scelte metodologiche degli Amministratori, occorre sottolineare che, a nostro avviso, la scelta degli Amministratori di avvalersi di un prezzo già fissato in sede di deliberazione assembleare di aumento di capitale tenutasi nel 2014 parrebbe presupporre che nel corso del tempo non vi siano stati cambiamenti nelle condizioni dell'impresa e nella struttura dell'operazione di risanamento intrapresa.

Viceversa, tenendo conto dell'ampio lasso temporale intercorrente tra la data di fissazione del primo prezzo di emissione del 2014 e la data della presente relazione, nonché del differente percorso di salvataggio della Società, che evidenzia l'accentuarsi delle condizioni di crisi dell'impresa, il prezzo di emissione fissato risulta privo di una autonoma determinazione oggettiva.

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

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

L'Aumento Riservato è destinato ad inserirsi nel contesto descritto al precedente paragrafo 2. nel quale versa da tempo la Società e che presenta indubbi caratteri di peculiarità e pone inevitabili aspetti di complessità e incertezza nell'ambito di un processo di determinazione del possibile valore del capitale economico della Società e, conseguentemente, delle metodologie individuate dagli Amministratori ai fini della determinazione del prezzo di emissione delle nuove azioni a servizio dell'Aumento Riservato. Al riguardo si richiamano integralmente le considerazioni espresse nel precedente paragrafo 9..

La valutazione della Società effettuata dagli Amministratori si basa su previsioni economico-patrimoniali desunte dal piano di Dmail e di Dmedia Group S.p.A. Deve essere sottolineato che i dati prospettici e le ipotesi alla base della loro elaborazione, per loro natura, contengono elementi di incertezza e sono soggetti a variazioni, anche significative, in caso di cambiamenti del contesto di mercato e dello scenario macroeconomico.

Va inoltre tenuto presente che, a causa dell'aleatorietà connessa alla realizzazione di qualsiasi evento futuro, sia per quanto concerne il concretizzarsi dell'accadimento, sia per quanto riguarda la misura e la tempistica della sua manifestazione, lo scostamento fra i valori consuntivi e i dati previsionali potrebbe essere significativo, anche qualora si manifestassero effettivamente gli eventi previsti nell'ambito delle assunzioni utilizzate. Nella Relazione degli Amministratori sono illustrate le ragioni di detta scelta metodologica, già oggetto di nostre considerazioni nel precedente paragrafo 9..

Nel caso specifico metodologie diverse da quella adottata sono state ritenute dagli Amministratori non applicabili nella fattispecie in considerazione delle peculiari caratteristiche e finalità dell'operazione. Le ragioni alla base di detta scelta metodologica sono già state oggetto di nostre considerazioni nel precedente paragrafo 9.. In particolare nella determinazione del prezzo di emissione delle nuove azioni al servizio dell'Aumento Riservato, gli Amministratori non hanno utilizzato, né con finalità di criterio principale, né ai fini di controllo, la metodologia delle quotazioni di borsa. Nella Relazione degli Amministratori sono illustrate le ragioni di detta scelta metodologica, già oggetto di nostre considerazioni nel precedente paragrafo 9.2.3..

La non applicabilità del criterio delle quotazioni di borsa ha costituito un'oggettiva difficoltà nell'espletamento dell'incarico affidatoci.

ii) Si evidenziano inoltre i seguenti aspetti di rilievo.

Nella Relazione degli Amministratori si evidenzia che l'esecuzione di quanto indicato nel Concordato Preventivo e quindi l'adempimento di tutti gli impegni ivi previsti, tra i quali l'esecuzione dell'Aumento Riservato, siano necessari per il recupero della consistenza patrimoniale della Società e garantire la continuità aziendale. Diversamente, la Società dovrà adottare le deliberazioni inerenti allo scioglimento e alla liquidazione della Società ai sensi dell'articolo 2484, n. 4 del Codice Civile.

A tale proposito, si rammenta che la nostra relazione sulla revisione contabile limitata del bilancio consolidato al 30 giugno 2015 del Gruppo Dmail evidenziava l'impossibilità ad esprimere una conclusione come di seguito indicato:

*“Come indicato nella relazione intermedia sulla gestione, il Gruppo Dmail, anche nel periodo in esame, ha conseguito perdite di entità rilevante, pari a complessivi Euro 5,2 milioni che, unitamente a quelle sostenute negli esercizi precedenti, hanno determinato una situazione di deficit patrimoniale consolidato al 30 giugno 2015 pari ad Euro 40,9 milioni.*

*Sotto altro profilo la posizione finanziaria netta negativa al 30 giugno 2015 ammonta a Euro 26,5 milioni (Euro 20,6 milioni di Euro al 31 dicembre 2014) e, come indicato dagli Amministratori, il Gruppo evidenzia debiti scaduti e versa in una situazione di forte tensione finanziaria a causa principalmente i) dell'elevato grado di indebitamento a breve termine e ii) del mancato concretizzarsi dell'aumento di capitale di Euro 15,3 milioni deliberato nel mese di luglio 2014, essendo venuti meno i presupposti economico-finanziari del piano industriale alla base degli accordi di ristrutturazione dei debiti ai sensi dell'art. 182-bis della Legge Fallimentare che erano stati omologati nel corso del 2014 e ciò con particolare riferimento all'andamento della controllata Dmedia Commerce S.p.A. in liquidazione (“DMC”).*

*A tal proposito gli Amministratori informano che, con riferimento al ripianamento delle perdite della DMC, hanno ritenuto che non sussistessero i presupposti per una nuova ed ulteriore ricapitalizzazione della controllata e, pertanto, hanno deliberato affinché si procedesse alla sua liquidazione.*

*In tale contesto gli Amministratori hanno depositato presso il Tribunale di Milano il ricorso per l'ammissione della Società alla procedura di concordato preventivo, ai sensi dell'art. 161 sesto comma Legge Fallimentare e, in data 4 settembre 2015, hanno approvato il piano e la proposta di concordato (il "Piano").*

*Tale Piano, volto a ristabilire l'equilibrio patrimoniale e finanziario della Società e del Gruppo, prevede la prosecuzione dell'attività aziendale direttamente in capo alla Società per il tramite dei risultati positivi attesi dalle società controllate operanti nel settore dell'editoria locale e si basa, tra l'altro, i) sullo stralcio di una parte significativa del debito in capo alla Società, ii) sulla raccolta di risorse finanziarie derivanti da un aumento di capitale di Euro 16,2 milioni di cui Euro 8,3 milioni già versati da alcuni Azionisti a titolo di finanziamento e assistito da impegni condizionati all'omologa del Piano e iii) sulla vendita degli immobili di proprietà della Società.*

*L'insieme delle circostanze precedentemente riportate, unitamente alle altre incertezze descritte dagli Amministratori nella relazione intermedia sulla gestione e nelle note illustrative, hanno indotto gli stessi Amministratori a ritenere che sussistano rilevanti incertezze che fanno sorgere dubbi significativi sulla capacità del Gruppo Dmail di continuare ad operare sulla base del presupposto della continuità aziendale. Tuttavia, gli Amministratori, dopo aver effettuato le necessarie verifiche ed aver valutato le rilevanti incertezze da questi riferite, indicano di aver ritenuto che, in considerazione delle azioni in corso e in fase di definizione, nonché dell'andamento delle principali partecipate ed anche dell'impegno assunto da alcuni Azionisti a sottoscrivere l'aumento di capitale previsto nel Piano, seppur condizionato all'omologa dello stesso, sussista una ragionevole probabilità di addivenire alla definizione di un'operazione di riequilibrio della struttura patrimoniale e finanziaria del Gruppo Dmail.*

*Sulla base di tali considerazioni, gli Amministratori hanno redatto il bilancio consolidato semestrale abbreviato al 30 giugno 2015 in base al presupposto della continuità aziendale e in conformità al principio contabile internazionale IAS 34, ispirandosi a criteri di maggior prudenza nelle valutazioni di bilancio. Gli Amministratori segnalano peraltro che, nonostante il bilancio consolidato semestrale abbreviato già rifletta significative rettifiche principalmente ai valori dell'attivo, qualora le operazioni di riequilibrio finanziario e patrimoniale non fossero finalizzate in tempi brevi occorrerebbe riconsiderare l'applicabilità del presupposto della continuità aziendale. Ciò implicherebbe la necessità di effettuare successive verifiche, valutazioni ed approfondimenti e potrebbe seriamente compromettere la possibilità di recuperare integralmente il valore delle attività iscritte nella situazione patrimoniale-finanziaria consolidata al 30 giugno 2015, con conseguenti significative ulteriori minusvalenze, nonché eventuali maggiori accantonamenti necessari per far fronte all'insorgere di eventuali passività.*

*Quanto sopra descritto, e segnatamente i) le incertezze relative alla procedura di concordato, ii) le incertezze connesse al buon esito del previsto aumento di capitale, iii) le incertezze connesse al raggiungimento degli obiettivi economici e finanziari previsti nel Piano e iv) le condizioni patrimoniali, finanziarie ed operative in cui versa il Gruppo, evidenzia che il presupposto della continuità aziendale è soggetto a molteplici significative incertezze con possibili effetti cumulati rilevanti sul bilancio consolidato semestrale abbreviato del Gruppo Dmail al 30 giugno 2015."*

Nella Relazione gli Amministratori sottolineano che l'Aumento Riservato deve intendersi condizionato, quanto alla sua efficacia, all'omologazione in via definitiva del Concordato Preventivo da parte del Tribunale di Milano. Infatti, come rilevato dagli stessi Amministratori, la proposta di aumento di capitale deve intendersi strumentale all'implementazione del Concordato Preventivo e, in quanto tale, deve intendersi logicamente condizionata al buon esito dell'omologa dello stesso.

Nella Relazione gli Amministratori hanno inoltre preso atto che:

- In data 25 gennaio 2016 la controllata Buy On Web S.r.l. in liquidazione ha presentato istanza di fallimento "in proprio" presso il competente Tribunale di Milano, il quale si è pronunciato con sentenza resa in data 29 gennaio 2016, dichiarando fallita la società;
- in data 4 febbraio 2016 il Tribunale di Firenze ha dichiarato non ammissibile la domanda di concordato preventivo in continuità presentato dalla controllata Dmedia Commerce S.p.A. in liquidazione.

Gli Amministratori hanno ritenuto che tali accadimenti non avranno alcun effetto sul Concordato Preventivo in quanto gli eventuali rischi nei confronti delle controllate sono stati adeguatamente considerati nell'ambito della proposta concordataria.

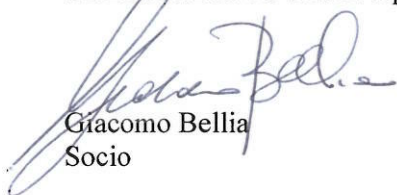
Come segnalato al precedente paragrafo 3., oggetto del presente parere sono esclusivamente le nostre considerazioni, in termini di ragionevolezza e non arbitrarietà, delle metodologie adottate dagli Amministratori ai fini della determinazione del prezzo di emissione delle azioni nell'ambito dell'Aumento Riservato. Esula pertanto dall'oggetto della presente relazione qualsivoglia considerazione in ordine al contenuto, alle condizioni e ai presupposti del Concordato Preventivo ed alla loro fattibilità che sono stati oggetto dell'asseverazione ai sensi dell'art. 161 comma 3 della L.F. rilasciata in data 7 settembre 2015 dall'esperto Prof. Renato Giovannini. Inoltre si ribadisce che le nostre conclusioni riguardano esclusivamente la congruità delle determinazioni degli Amministratori in ordine al prezzo di emissione delle nuove azioni Dmail nell'ambito dell'Aumento Riservato e non anche i profili di opportunità e/o convenienza dell'operazione nel suo complesso, cui fanno anche riferimento gli Amministratori nella Relazione per motivare alcune delle scelte effettuate. Ogni valutazione in tema di opportunità e/o convenienza dell'operazione spetta agli azionisti della Società.

*iii)* Si rileva infine che per la determinazione del prezzo di emissione delle azioni nell'ambito dell'Aumento Riservato, come precedentemente evidenziato nel paragrafo 9., gli Amministratori hanno scelto di fissare un prezzo puntuale riferito a precedenti operazioni e in presenza di risultanze dei metodi di valutazione adottati che evidenziano un valore negativo e dunque nullo. Al riguardo, pur ritenendo i metodi di valutazione adottati dagli Amministratori adeguati, in quanto nelle circostanze ragionevoli e non arbitrari, l'assenza di motivazioni oggettive in ordine alle modalità di determinazione di detto prezzo, non consente di poter esprimere un giudizio in merito alla sua adeguatezza, nelle circostanze, in termini di ragionevolezza e non arbitrarietà. Gli effetti che tali circostanze hanno comportato sul contenuto delle nostre conclusioni sono descritti nel successivo paragrafo 11.. Si ribadisce peraltro che le nostre conclusioni riguardano esclusivamente la congruità del prezzo di emissione delle nuove azioni nell'ambito dell'Aumento Riservato e non anche i profili di opportunità, cui fanno anche riferimento gli Amministratori nella loro Relazione per motivare alcune delle scelte effettuate. Ogni valutazione in tema di opportunità e/o convenienza dell'operazione spetta agli azionisti.

## 11. CONCLUSIONI

Tutto ciò premesso, sulla base della documentazione esaminata e delle procedure sopra indicate e tenuto conto della natura e portata del nostro lavoro, così come riportato nella presente relazione, con riferimento al prezzo di emissione pari a Euro 0,1500 di ciascuna delle nuove azioni Dmail Group S.p.A., nell'ambito dell'Aumento Riservato con esclusione del diritto di opzione ai sensi dell'art. 2441, comma quinto, del Codice Civile, per le ragioni richiamate al precedente paragrafo 10 (iii), non siamo in grado di esprimere le nostre conclusioni in merito all'adeguatezza, nelle circostanze, in termini di ragionevolezza e non arbitrarietà, del criterio adottato dagli Amministratori ai fini della determinazione del prezzo di emissione di dette azioni.

DELOITTE & TOUCHE S.p.A.



Giacomo Bellia  
Socio

Milano, 29 febbraio 2016