

Stefanel S.p.A.

Relazione della società 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. 58/1998

Relazione della società 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. 58/1998

Agli Azionisti della
Stefanel S.p.A.

1. Motivo e oggetto dell'incarico

In relazione alla proposta di aumento di capitale sociale con esclusione del diritto di opzione ai sensi degli articoli 2441, quinto e sesto comma del Codice Civile e 158, primo comma, del D. Lgs. 58/1998 ("TUF"), abbiamo ricevuto dalla Stefanel S.p.A. ("Stefanel" o la "Società" e congiuntamente alle sue controllate, il "Gruppo Stefanel") la relazione illustrativa del Consiglio di Amministrazione datata 4 agosto 2017 predisposta ai sensi dell'art. 2441, quinto e sesto comma, del Codice Civile e dell'art. 72 del Regolamento Consob Emittenti 11971/1999 e successive modifiche ed integrazioni (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 proposta del Consiglio di Amministrazione, così come descritta nella Relazione degli Amministratori, ha per oggetto un insieme di operazioni tra le quali: a) l'approvazione di un aumento di capitale della Società (l'"Aumento di Capitale"), riservato a HoldCo (come di seguito definita), per l'importo complessivo di Euro 10.000.000, tale da consentire a HoldCo di detenere fino al 75% (e comunque non meno del 66,67%) del capitale sociale della Società, la cui sottoscrizione è sospensivamente condizionata ad alcune condizioni, e la cui liberazione da parte di HoldCo avverrà tramite la compensazione, per pari importo, del relativo prezzo di sottoscrizione con quota parte del Credito Ceduto e con il Credito Ceduto Ulteriore (come di seguito definiti); e b) previa modifica dello statuto della Società, l'emissione al nominale di strumenti finanziari partecipativi ("SFP" o "SFP Stefanel") non quotati ai sensi dell'art. 2346, sesto comma, del Codice Civile, per un valore nominale complessivo pari a Euro 15.000.000 secondo specifiche modalità e proporzioni da parte delle Banche Debito Consolidato (come di seguito definite) e della HoldCo, e la cui sottoscrizione da parte di quest'ultima avverrà con efficacia condizionata ad alcune condizioni sospensive e risolutive.

La proposta del suddetto Aumento di Capitale, che sarà sottoposta all'approvazione dell'Assemblea Straordinaria della Società, convocata per il 21 e 26 settembre 2017, rispettivamente in prima e seconda convocazione, rientra nell'ambito di applicazione *ex lege* dell'esenzione dall'obbligo di offerta pubblica di acquisto di cui agli articoli 106, c.5, lett. a) del D. Lgs 58/1998 e 49, primo comma, lett. b) n.1 del Regolamento CONSOB 11971 del 14 maggio 1999, subordinatamente al rilascio del decreto di omologazione dell'accordo di ristrutturazione del debito ai sensi dell'articolo 182-bis della Legge Fallimentare ("L.F.").

Nella nostra qualità di società incaricata della revisione contabile del bilancio d'esercizio e del bilancio consolidato della Società, ci è stato richiesto dal Consiglio di Amministrazione di esprimere, ai sensi del combinato disposto dell'art. 2441, sesto comma, del Codice Civile e dell'art. 158, primo comma, del TUF, il nostro parere sull'adeguatezza dei criteri proposti dagli Amministratori ai fini della determinazione del prezzo di emissione delle nuove azioni della Stefanel.

2. 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. 58/1998, 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 di Capitale.

Più precisamente, il presente parere di congruità indica i metodi seguiti dagli Amministratori per la determinazione del prezzo di emissione delle azioni e le eventuali difficoltà di valutazione dagli stessi incontrate ed è costituito dalle nostre considerazioni sull'adeguatezza, nelle circostanze e sotto il profilo della loro ragionevolezza e non arbitrarietà, 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, che è stata svolta esclusivamente dagli Amministratori.

3. Documentazione utilizzata

Nello svolgimento del nostro lavoro abbiamo ottenuto dalla Società i documenti e le informazioni ritenute utili nella fattispecie. A tal fine abbiamo analizzato la documentazione ottenuta, ed in particolare:

- a) la Relazione degli Amministratori del 4 agosto 2017 che illustra e giustifica le operazioni di aumento di capitale sociale, con esclusione del diritto d'opzione, ai sensi dell'art. 2441, quinto e sesto comma, del Codice Civile, indicando i criteri adottati dagli Amministratori per la determinazione del prezzo di emissione;
- b) il verbale del Consiglio di Amministrazione del 4 agosto 2017 che ha approvato la Relazione degli Amministratori di cui sopra;
- c) il bilancio d'esercizio e consolidato della Stefanel al 31 dicembre 2016, da noi assoggettati a revisione legale, e sui quali, rilevando che il presupposto della continuità aziendale è soggetto a molteplici significative incertezze con potenziali interazioni e possibili effetti cumulati su tali bilanci, non siamo stati in grado di esprimere un giudizio, come riportato nelle nostre relazioni di revisione emesse in data 28 aprile 2017;
- d) il bilancio consolidato semestrale abbreviato del Gruppo Stefanel al 30 giugno 2017, da noi assoggettato a revisione contabile limitata, e sul quale, rilevando che il presupposto della continuità aziendale continua ad essere soggetto a molteplici significative incertezze con potenziali interazioni e possibili effetti cumulati su tale bilancio, non siamo stati in grado di esprimere una conclusione, come riportato nella nostra relazione di revisione contabile limitata emessa in data 4 agosto 2017;
- e) il Nuovo Accordo (come di seguito definito), approvato dal Consiglio di Amministrazione di Stefanel in data 21 luglio 2017, sottoscritto e perfezionatosi in data 28 luglio 2017 tra gli Investitori e le altre Parti dell'Accordo (come di seguito definite), finalizzato alla ristrutturazione del debito e al rafforzamento patrimoniale della Società,
- f) il precedente Accordo Quadro (come di seguito definito) approvato dal Consiglio di Amministrazione e sottoscritto dall'Emittente con gli Investitori in data 23 marzo 2017 e l'Accordo Giugno 2017 (come di seguito definito) sottoscritto da alcune parti in data 28 giugno

- 2017, non perfezionatosi per la mancata adesione allo stesso, entro i termini ivi previsti, da parte delle Banche Venete (come di seguito definite);
- g) Il Piano 2016-2022, approvato nella versione finale e definitiva dal Consiglio di Amministrazione della Stefanel in data 20 luglio 2017;
 - h) la relazione dell'esperto dott. Ermanno Sgaravato relativa all'Accordo Giugno 2017 datata 23 giugno 2017 e successivamente integrata in data 21 luglio 2017 con riferimento al Nuovo Accordo, predisposta ai sensi dell'art. 182-bis L.F.;
 - i) le bozze del documento di presentazione "Manovra finanziaria e waterfall" del 14 febbraio 2017, del 12 aprile 2017 e del luglio 2017 predisposte da Rothschild S.p.A. (l'"**Advisor Finanziario**");
 - j) il parere di congruità del prezzo delle nuove azioni e delle condizioni di erogazione dei nuovi finanziamenti redatto da KPMG Advisory S.p.A. ed emesso in data 27 giugno 2017 a favore del Comitato Parti Correlate e del Consiglio di Amministrazione della Società;
 - k) la documentazione bancaria comprovante l'indebitamento lordo della Società e del Gruppo al 31 dicembre 2016;
 - l) lo statuto vigente della Società;
 - m) l'andamento dei prezzi di mercato delle azioni della Stefanel S.p.A. registrati nei periodi precedenti alla data della Relazione degli Amministratori;
 - n) le ulteriori informazioni contabili ed extracontabili ritenute utili ai fini della presente relazione.

Abbiamo inoltre ottenuto attestazione che, per quanto a conoscenza della Direzione della Società, non sono intervenute variazioni rilevanti ai dati ed alle informazioni utilizzate nello svolgimento delle nostre analisi, o altri fatti e circostanze che possano avere un impatto significativo sui criteri di determinazione del prezzo di emissione delle azioni indicati nella Relazione degli Amministratori che, come tali, potrebbero essere rilevanti per le finalità della presente relazione.

4. Metodi di valutazione adottati dal Consiglio di Amministrazione per la determinazione del prezzo di emissione delle azioni

4.1 Sintesi dell'operazione

Come indicato nella Relazione degli Amministratori, sulla base dei dati consuntivi al 31 dicembre 2015, alcuni dei *covenants* previsti dall'accordo, sottoscritto in data 10 giugno 2014 (l'"**Accordo 2014**") con gli istituti di credito finanziatori (le "**Banche**"), rilevanti rispetto alla possibilità di invocare la risoluzione del contratto di finanziamento, risultavano non rispettati. Il mancato rispetto di tali *covenants* ha comportato per il Gruppo Stefanel la decadenza del beneficio del termine sui finanziamenti a medio-lungo termine in essere che, pertanto, sono stati riflessi a partire dal bilancio al 31 dicembre 2015 tra le passività a breve termine, oltre al rischio di revoca da parte delle banche finanziatrici delle linee di finanza operativa in scadenza al 31 dicembre 2015.

In considerazione di quanto sopra indicato, il Consiglio di Amministrazione della Società in data 16 marzo 2016 aveva ritenuto opportuno rinviare l'approvazione del bilancio relativo all'esercizio chiuso al 31 dicembre 2015 al fine di: (i) avviare la predisposizione di un nuovo piano industriale del Gruppo Stefanel per il periodo 2016-2019 (in seguito il "**Piano 2016-2019**"); (ii) avviare le attività funzionali

ad una revisione dei termini e condizioni dell'Accordo 2014; (iii) avviare un processo organizzato teso all'individuazione e strutturazione di possibili operazioni di rafforzamento patrimoniale e finanziario anche - eventualmente - mediante l'individuazione di potenziali *partner*.

Tale Piano 2016-2019 è stato oggetto di esame da parte di un primario *advisor* industriale, KPMG Advisory S.p.A., ed è stato approvato, ante definizione della nuova manovra finanziaria, dal Consiglio di Amministrazione in data 29 aprile 2016.

La Società, in tale contesto e ai fini di quanto su indicato ai punti (ii) e (iii), ha conferito uno specifico incarico all'Advisor Finanziario.

Unitamente all'Advisor Finanziario, al fine di procedere con la ristrutturazione del proprio indebitamento finanziario, a partire dal mese di febbraio 2016, la Società ha condotto colloqui e incontri sia con le Banche, sia con soggetti potenzialmente interessati a valutare eventuali operazioni tese al rafforzamento patrimoniale e finanziario del Gruppo Stefanel.

Tale processo ha condotto all'individuazione di soggetti interessati di primario *standing*, alcuni dei quali hanno fatto pervenire alla Società proposte formali non vincolanti. Il Consiglio di Amministrazione, dopo attenta valutazione delle proposte ricevute, ha convenuto di proseguire la negoziazione con Oxy Capital Italia S.r.l. ("**Oxy**" o "**Oxy Capital**") e Attestor Capital LLP ("**Attestor**"), la quale gestisce il fondo di investimento Trinity Investments Designated Activity Company ("**Trinity**"), che erano, per l'appunto, uno dei soggetti inizialmente interessati.

Nel mese di luglio 2016 sono state sottoposte all'esame delle Banche: (i) la proposta ricevuta da Oxy e Attestor; (ii) un nuovo Piano 2016-2019 elaborato da Oxy con il supporto della Società - poi esteso sino al 2022 (il "**Piano 2016-2022**") - e (iii) la connessa manovra finanziaria. Tale piano è stato approvato nella sua versione finale e definitiva dal Consiglio di Amministrazione della Stefanel in data 20 luglio 2017 e sulla cui base è stato definito il Nuovo Accordo di ristrutturazione del debito, asseverato ai sensi dell'art. 182-*bis* L.F. da parte dell'esperto dott. Ermanno Sgaravato nella sua relazione datata 23 giugno 2017 (riferita all'Accordo Giugno 2017) e successivamente integrata in data 21 luglio 2017 con riferimento al Nuovo Accordo.

Il Consiglio di Amministrazione, in data 2 novembre 2016, ha valutato e deliberato, al fine di beneficiare degli effetti protettivi del patrimonio della Società previsti dalla normativa applicabile a tutela di tutti gli interessi coinvolti, di presentare domanda di ammissione al concordato preventivo c.d. "in bianco" o "con riserva" ai sensi dell'art. 161, sesto comma, L.F., procedura nell'ambito della quale la Società si è riservata di poter presentare un ricorso per l'omologazione di un accordo di ristrutturazione dei debiti ai sensi dell'art. 182-*bis* L.F..

In data 7 novembre 2016, il Tribunale di Treviso ha accolto il ricorso ex art. 161 L.F. e concesso alla Società un termine di 120 giorni (fino al 6 marzo 2017), poi prorogato di ulteriori 60 giorni (fino al 5 maggio 2017), per la presentazione definitiva di una proposta di concordato preventivo o di una domanda di omologazione di accordo di ristrutturazione dei debiti.

Ad esito delle negoziazioni svolte, in data 22 dicembre 2016 la Società ha ricevuto da parte di Attestor e Oxy una più articolata manifestazione di interesse, non vincolante, a portare avanti le

trattative con l'Emittente e con le Banche per la realizzazione di un'operazione finalizzata al risanamento e al rilancio del Gruppo Stefanel nell'ambito di un accordo che include:

- (i) la ristrutturazione del debito ex art. 182-bis L.F.,
- (ii) la ripatrimonializzazione della Società e del Gruppo Stefanel, nonché
- (iii) l'iniezione di nuove risorse per Euro 25 milioni a supporto dell'implementazione del piano di sviluppo (complessivamente l'"Operazione").

In data 15 febbraio 2017 le Banche, attraverso i propri consulenti legali, hanno informato la Società circa la loro disponibilità a proseguire nella disamina e negoziazione dell'Operazione.

In data 24 febbraio 2017, si è tenuta l'Assemblea Straordinaria, che ha preso atto della situazione patrimoniale della Stefanel al 30 novembre 2016, dalla quale emergeva un patrimonio netto negativo per Euro 2.124.497,76, e dell'accesso della Società alla procedura di cui all'art. 161, sesto comma, L.F. che, ai sensi del disposto dell'art. 182-sexies L.F., ha determinato la sospensione degli effetti degli artt. 2446, secondo e terzo comma, e 2447 del Codice Civile, e la non operatività della causa di scioglimento della società ex art. 2484, primo comma, n. 4), del Codice Civile, e ha deliberato di rinviare ogni decisione in merito alla situazione patrimoniale della Società all'esito del procedimento di ristrutturazione dei debiti.

In data 23 marzo 2017 la Società ha sottoscritto con Trinity e Oxy Partners S.r.l. ("**Oxy Partners**"), per il tramite di HoldCo (congiuntamente gli "**Investitori**") un accordo quadro (l'"**Accordo Quadro**") avente ad oggetto l'operazione di ristrutturazione dell'indebitamento, di rafforzamento patrimoniale e di rilancio della Società, nell'ambito di un accordo di ristrutturazione dei debiti ai sensi dell'art. 182-bis L.F..

L'Accordo Quadro riassumeva i principi, i termini e le condizioni essenziali sulle cui basi gli Investitori si proponevano di definire con la Società i necessari documenti contrattuali disciplinanti la predetta Operazione. In particolare, l'Operazione prospettata prevedeva:

- (i) l'erogazione da parte di Trinity, un fondo di investimento gestito da Attestor, in favore della Società di un importo di Euro 10 milioni a titolo di nuova finanza d'urgenza (la "**Nuova Finanza d'Urgenza**") entro il 31 luglio 2017, utilizzabile dalla Società al fine di supportare le esigenze di tesoreria e la continuità aziendale;
- (ii) l'erogazione da parte degli Investitori, di alcune banche e di Giuseppe Stefanel di nuove risorse finanziarie in favore della Società per un importo complessivo pari ad Euro 25 milioni (la "**Nuova Finanza di Piano**"), che sarebbero state utilizzate dalla Società per il rimborso della Nuova Finanza d'Urgenza e per supportare l'implementazione del Piano 2016-2022;
- (iii) la cessione *pro soluto* da parte delle principali banche creditrici della Società a HoldCo di parte del credito dalle stesse vantato nei confronti della Società;
- (iv) la conversione da parte di HoldCo del credito da questa acquisito dal ceto bancario in azioni di nuova emissione e in strumenti partecipativi della Società;

- (v) il consolidamento del residuo credito del ceto bancario nei confronti della Società; e
- (vi) il riscadenziamento del debito ipotecario.

In data 12 aprile 2017, successivamente all'autorizzazione da parte del Tribunale di Treviso ai sensi del 182-*quinquies*, primo comma, della L.F. a contrarre un finanziamento prededucibile, ai sensi dell'art. 111 della L.F., la Società ha sottoscritto un contratto di finanziamento per la Nuova Finanza d'Urgenza per un ammontare pari a Euro 10 milioni, che è stato erogato il giorno successivo. Si evidenzia, inoltre, che la Nuova Finanza d'Urgenza è garantita dalla costituzione di pegno sulle azioni detenute dalla Società in Interfashion S.p.A. (rappresentative del 100% del capitale sociale della stessa).

L'erogazione della Nuova Finanza d'Urgenza era condizionata al verificarsi, in particolare, delle seguenti condizioni, che si sono tutte verificate:

- (i) ottenimento del decreto del Tribunale di Treviso di concessione dell'autorizzazione ai sensi dell'art. 182-*quinquies*, primo comma, L.F., in relazione alla Nuova Finanza d'Urgenza;
- (ii) cooptazione di un rappresentante degli Investitori nel Consiglio di Amministrazione della Società con conferimento allo stesso di specifici poteri gestori;
- (iii) nomina della società McKinsey quale *advisor* del *turnaround* secondo quanto previsto dagli accordi.

In data 30 maggio 2017 le Banche, attraverso i propri consulenti legali, hanno informato la Società che i rispettivi organi deliberanti hanno approvato l'Operazione, "*subordinatamente, tra l'altro, alla partecipazione all'Operazione stessa di tutte le Banche, degli Investitori e del dott. Giuseppe Stefanel, alla ricezione di adeguata attestazione e alla definizione della documentazione contrattuale a termini e condizioni che riflettano quanto dalle Banche stesse deliberato*".

In pari data è pervenuta una comunicazione da parte degli Investitori, attraverso i propri consulenti legali, mediante cui è stata confermata la disponibilità "*a definire e completare l'Operazione ai termini e alle condizioni di cui all'Accordo Quadro sottoscritto in data 23 marzo 2017, e in linea con quanto la Società ha successivamente comunicato al mercato*".

In data 28 giugno 2017, a seguito dell'approvazione da parte del Consiglio di Amministrazione di Stefanel, è stato sottoscritto l'accordo finalizzato alla ristrutturazione del debito e al rafforzamento patrimoniale e finanziario della Società ai sensi dell'art. 182-*bis* della L.F. (l'"**Accordo Giugno 2017**").

L'Accordo Giugno 2017 non si è tuttavia perfezionato in quanto Veneto Banca S.p.A. in l.c.a. ("**Veneto Banca**") e Banca Popolare di Vicenza S.p.A. in l.c.a. ("**BPV**") (le "**Banche Venete**") - per ragioni tecniche - non hanno aderito secondo i termini convenuti.

Si precisa che a seguito di istanza depositata dagli Investitori in data 21 aprile 2017, in data 12 luglio 2017 Consob "ha trasmesso una nota mediante cui, in merito all'Operazione, ha preso atto di quanto rappresentato in relazione all'applicazione *ex lege* dell'esenzione dall'obbligo di offerta pubblica di acquisto di cui agli articoli 106, c.5, lett. a) del D. Lgs 58/1998 e 49, primo comma, lett. b) n.1 del

Regolamento Consob 11971 del 14 maggio 1999, subordinatamente al rilascio del decreto di omologazione dell'Accordo ai sensi dell'articolo 182-*bis* L.F. ".

Come illustrato nella Relazione degli Amministratori, a seguito dell'approvazione in data 21 luglio 2017 da parte del Consiglio di Amministrazione della Stefanel, in data 28 luglio 2017 è stato sottoscritto e si è perfezionato l'accordo finalizzato alla ristrutturazione del debito e al rafforzamento patrimoniale della Società (l'"**Accordo**" o il "**Nuovo Accordo**"). Di detto Accordo sono parti: (i) la Società, (ii) HoldCo; (iii) Trinity; (iv) Oxy Partners; (v) Oxy Capital; (vi) Credito Fondiario S.p.A. (la "**Banca Mandataria**"); (vii) Giuseppe Stefanel ("**GS**"); (viii) Banca Monte Dei Paschi Di Siena S.p.A. ("**MPS**"); (ix) Unicredit S.p.A. ("**UCI**"); (x) Intesa Sanpaolo S.p.A. ("**ISP**"); (xi) Cassa Di Risparmio Del Veneto S.p.A. ("**CR Veneto**"); (xii) Banco Bpm S.p.A. ("**Banco BPM**"); (xiii) Banca Nazionale Del Lavoro S.p.A. ("**BNL**"); (xiv) Banca Mediocredito Del Friuli Venezia Giulia S.p.A. ("**BMFVG**"); (xv) Veneto Banca; (xvi) BPV (cumulativamente, le "**Parti dell'Accordo**"), nonché (xvii) in qualità di agente Loan Agency Services S.r.l..

A seguito della stipula dell'Accordo, il 31 luglio 2017 è stata presentata la domanda di omologazione dello stesso ai sensi e per gli effetti dell'art. 182-*bis*, primo comma, L.F., presso il Tribunale di Treviso. Di seguito sono riepilogate e illustrate in sintesi le principali condizioni dell'Accordo e, in generale, dell'Operazione di ristrutturazione dei debiti e di rafforzamento patrimoniale e finanziario della Società, incluse anche nel Piano 2016-2022.

Le condizioni del Nuovo Accordo prevedono, *inter alia*, quanto segue:

- (i) l'erogazione alla Società di un finanziamento di importo in linea capitale complessivamente pari a Euro 23.763.051 con carattere di prededucibilità ai sensi dell'art. 111 L.F. (la "**Nuova Finanza Post Omologa Complessiva**") - che sarà garantito dal pegno sul 100% delle azioni di Interfashion S.p.A. (a seguito di liberazione delle medesime azioni dal pegno posto a garanzia della Nuova Finanza d'Urgenza) e sul marchio "Stefanel" - da parte di: (a) gli Investitori, ai sensi dell'art. 182-*quater*, terzo comma, secondo periodo, L.F., per un ammontare, in linea capitale, pari a Euro 11.250.000 (la "**Nuova Finanza Post Omologa Investitori**") al tasso convenzionale del 9% annuo; (b) alcune banche segnatamente identificate nell'Accordo (le "**Banche Nuova Finanza**"), ai sensi dell'art. 182-*quater*, primo comma, L.F., per un ammontare, in linea capitale, pari a Euro 11.263.051, (la "**Nuova Finanza Post Omologa Banche**") al tasso convenzionale del 9% annuo; e (c) GS ovvero una società di nuova costituzione il cui capitale sia interamente detenuto da GS (la "**Società GS**"), ai sensi dell'art. 182-*quater*, primo comma, L.F., per un ammontare pari a Euro 1.250.000 in linea capitale (la "**Nuova Finanza Post Omologa GS**") al tasso convenzionale del 9% annuo. La Nuova Finanza Post Omologa Complessiva sarà disciplinata da appositi contratti che prevedono condizioni specifiche inerenti, *inter alia*, i termini di rimborso ed il pagamento degli interessi da parte della Società;
- (ii) contestualmente all'avvenuta erogazione della Nuova Finanza Post Omologa Investitori e della Nuova Finanza Post Omologa GS, l'indebitamento relativo alla Nuova Finanza d'Urgenza, per capitale e accessori dovrà essere integralmente rimborsato da parte della Società, in quanto scaduto ed esigibile;
- (iii) il consolidamento, da parte di Veneto Banca; MPS; Banco BPM; ISP; CR Veneto; UCI; BNL; e BPV (di seguito le "**Banche Debito Consolidato**"), della relativa quota di indebitamento (con esclusione

delle linee di credito non consolidate e dell'indebitamento relativo ai crediti che saranno oggetto di conversione secondo quanto meglio specificato infra, per un ammontare complessivo pari a Euro 25.000.000), per un ammontare pari complessivamente, in linea capitale e interessi sino al 2 novembre 2016, a Euro 67.253.928 (l'"**Indebitamento Consolidato**"), che sarà maggiorato dei relativi interessi corrispettivi, maturati e maturandi, non pagati e calcolati ai sensi di quanto espressamente previsto dall'Accordo. Sull'Indebitamento Consolidato sarà applicato un tasso fisso nei termini espressamente indicati nell'Accordo. Il rimborso integrale dell'Indebitamento Consolidato avverrà nella forma tecnica c.d. *bullet* e dovrà essere effettuato entro e non oltre il 31 dicembre 2022;

- (iv) il riscadenziamento del credito ipotecario di BMFVG nei confronti della Società pari a Euro 3.846.331 in linea capitale comprensivo dell'esposizione residua di circa Euro 1.700.000 relativa al finanziamento perfezionato in data 9 settembre 2004 e concesso in *pool* con BNL con quota paritetica di partecipazione del 50% (l'"**Indebitamento Ipotecario**"), il quale sarà maggiorato dei relativi interessi corrispettivi e di mora, maturati e maturandi, non pagati e calcolati ai sensi di quanto espressamente previsto dall'Accordo. Sull'Indebitamento Ipotecario matureranno interessi a un tasso fisso nei termini espressamente indicati nell'Accordo. Il rimborso dell'Indebitamento Ipotecario avverrà: (i) quanto a Euro 1.600.000, in 8 rate semestrali di uguale importo in linea capitale, la prima scadente il 30 giugno 2020 e l'ultima il 31 dicembre 2023, (ii) quanto al residuo importo dell'Indebitamento Ipotecario, in un'unica rata scadente il 31 dicembre 2024.

L'Accordo prevede inoltre i termini delle operazioni finalizzate alla patrimonializzazione della Società, la quale avverrà mediante l'esecuzione dell'Aumento di Capitale e l'emissione degli SFP.

In particolare, subordinatamente: (x) al verificarsi di alcune condizioni come nello specifico previste nell'Accordo, e (z) all'intervenuta autorizzazione, da parte di Consob, alla pubblicazione del prospetto di quotazione relativo alle azioni di Stefanel emesse nel contesto dell'Aumento di Capitale, River Tre S.p.A., con sede legale in Milano, via San Barnaba 32, Capitale Sociale Euro 50.000,00, iscrizione al Registro delle Imprese di Milano, Codice Fiscale e P.IVA n. 09923060967 ("**HoldCo**"), interamente partecipata dagli Investitori, si è impegnata a procedere:

- a) alla sottoscrizione dell'Aumento di Capitale della Società, riservato alla medesima HoldCo, per l'importo complessivo di Euro 10.000.000, tale da consentire a HoldCo di detenere fino al 75% (e comunque non meno del 66,67%) del capitale sociale della Società, la cui efficacia è sospensivamente condizionata a: (i) all'integrale erogazione della Nuova Finanza Post Omologa Investitori e della Nuova Finanza Post Omologa GS entro una data determinata nell'Accordo sulla base del verificarsi di alcune condizioni specifiche (la "**Seconda Data di Esecuzione**"); (ii) l'integrale liberazione degli SFP Stefanel entro la medesima data; e (iii) l'integrale liberazione degli strumenti finanziari partecipativi che HoldCo prevede di emettere a favore delle Banche Nuova Finanza nell'ambito dell'Operazione;
- b) unitamente alle Banche Debito Consolidato che abbiano esercitato tale facoltà, alla sottoscrizione e liberazione al nominale di SFP Stefanel non quotati emessi dalla Società ai sensi dell'art. 2346, sesto comma, del Codice Civile, per un valore nominale complessivo pari a Euro 15.000.000, secondo le seguenti modalità e proporzioni:
- I. sino a Euro 1.500.000 da parte delle Banche Debito Consolidato che abbiano esercitato tale

facoltà di sottoscrizione loro attribuita, che libereranno la propria quota di SFP Stefanel (che attribuiranno alle predette Banche Debito Consolidato esclusivamente i diritti amministrativi previsti dal relativo regolamento SFP Stefanel, in quanto i relativi diritti patrimoniali saranno oggetto di rinuncia/cessione a beneficio e in accrescimento dei diritti patrimoniali SFP Stefanel di HoldCo) tramite compensazione, per pari importo, del relativo prezzo di sottoscrizione con una quota parte proporzionale di indebitamento delle banche;

II. quanto a Euro 13.500.000 (maggiorato del valore nominale degli SFP Stefanel in relazione a cui le Banche Debito Consolidato non abbiano esercitato la facoltà loro attribuita) da parte di HoldCo, che libererà la propria quota di SFP Stefanel tramite compensazione, per pari importo, del relativo prezzo di sottoscrizione con quota parte del credito vantato da talune banche nei confronti dell'Emittente ed acquistato da HoldCo per un ammontare complessivo pari a Euro 23.490.000 (il "**Credito Ceduto**"), al prezzo complessivo di Euro 1,00, maggiorato di un *earn out* pari sino a Euro 25.000.000. In caso di mancato esercizio, da parte di una o più delle Banche Debito Consolidato, della facoltà di sottoscrivere SFP Stefanel, l'ammontare del Credito Ceduto si intenderà correlativamente aumentato, in ogni caso sino ad un importo nominale non superiore a Euro 24.990.000. La sottoscrizione da parte di HoldCo degli SFP avverrà con efficacia: (i) sospensivamente condizionata all'integrale erogazione della Nuova Finanza Post Omologa Investitori e della Nuova Finanza Post Omologa GS entro la Seconda Data di Esecuzione; e (ii) risolutivamente condizionata alla mancata integrale liberazione degli SFP Stefanel entro la Seconda Data di Esecuzione;

c) alla liberazione dell'Aumento di Capitale tramite la compensazione, per pari importo, del relativo prezzo di sottoscrizione con quota parte del Credito Ceduto (non utilizzato ai fini della sottoscrizione degli SFP Stefanel) e di un ulteriore credito vantato da talune banche nei confronti dell'Emittente e precedentemente acquistato da HoldCo, secondo separati accordi con dette banche, di un valore pari ad Euro 10.000 (il "**Credito Ceduto Ulteriore**").

Pertanto, a fronte delle operazioni sopra previste, i complessivi crediti oggetto di compensazione a fronte dell'Aumento di Capitale e dell'emissione degli SFP Stefanel sono pari a 25.000.000. Gli SFP Stefanel, le cui caratteristiche saranno disciplinate da apposito regolamento (il "**Regolamento SFP**") accluso alla Relazione degli Amministratori sub Allegato 1, attribuiranno ai titolari (i "**Titolari**"), alcuni diritti patrimoniali e alcuni diritti amministrativi.

4.2 Condizioni sospensive

Come previsto dall'Accordo e riportato nella Relazione degli Amministratori, l'Efficacia dell'Accordo è subordinata all'avveramento delle seguenti condizioni sospensive (le "**Condizioni Sospensive dell'Accordo**"):

- (i) all'intervenuta emissione del decreto di omologazione da parte del competente Tribunale, ai sensi e per gli effetti dell'art. 182-bis L.F.;
- (ii) alternativamente: (a) all'intervenuto decorso del termine di 15 giorni dalla pubblicazione del decreto di omologazione dell'Accordo, senza che sia stato presentato alcun reclamo ai sensi dell'art. 182-bis, quinto comma, L.F. ovvero (b) in caso di presentazione di uno o più reclami, al

loro rigetto;

(iii) alla consegna da parte della Società di determinati documenti/dichiarazioni (usuali nell'ambito di accordi e operazioni di ristrutturazione del debito).

Nel contesto dell'Accordo sono previste talune ipotesi di eventi che determinano la risoluzione per inadempimento dell'Accordo medesimo ex art. 1456 del Codice Civile, ovvero la risoluzione di diritto dello stesso ai sensi dell'art. 1353 del Codice Civile (tra i quali la convocazione di un'assemblea per deliberare la presentazione di un'istanza a Borsa Italiana S.p.A. avente ad oggetto l'esclusione delle azioni della Società dalla negoziazione sui mercati regolamentati; il patrimonio netto della Società divenga per qualunque motivo negativo, salvo che lo stesso venga ripristinato entro i successivi 45 (quarantacinque) giorni di calendario; siano emessi nei confronti della Società decreti ingiuntivi esecutivi o ingiunzioni di pagamento di somme di denaro esecutive o provvisoriamente esecutive per importi determinati nell'Accordo; sia iniziata una procedura esecutiva e/o il procedimento per la costituzione di un sequestro conservativo e/o giudiziario e/o di altra misura cautelare o di altra natura nei confronti della Società per crediti il cui valore sia superiore a quanto espressamente indicato nell'Accordo; i beni della Società siano sottoposti a, e/o siano oggetto di, un procedimento penale; sia convocata l'assemblea per deliberare la liquidazione volontaria della Società; la società di revisione esprima nella propria relazione relativa ai bilanci d'esercizio e consolidati della Società un giudizio negativo ovvero rilasci una dichiarazione motivata di impossibilità di esprimere un giudizio; il mancato rispetto di determinati parametri finanziari indicati nell'Accordo; ecc.).

Come riportato nella Relazione degli Amministratori, la sottoscrizione dell'Aumento di Capitale è altresì subordinata all'avveramento delle seguenti condizioni sospensive (le "**Condizioni Sospensive dell'Aumento di Capitale**"):

- (i) l'integrale erogazione della Nuova Finanza Post Omologa Investitori e della Nuova Finanza Post Omologa GS entro la Seconda Data di Esecuzione;
- (ii) l'integrale liberazione degli SFP Stefanel entro la medesima data; e
- (iii) l'integrale liberazione degli strumenti finanziari partecipativi che HoldCo prevede di emettere a favore delle Banche Nuova Finanza nell'ambito dell'Operazione.

4.3 Motivazioni dell'Aumento di Capitale e dell'esclusione del diritto di opzione

La proposta di Aumento di Capitale sociale con esclusione del diritto di opzione e di emissione degli SFP Stefanel non quotati si colloca nell'ambito dell'Operazione di rafforzamento patrimoniale sopra descritta, finalizzata sia a ridurre l'esposizione debitoria nei confronti degli istituti di credito sia a rimuovere i presupposti previsti dagli artt. 2447 e 2484, primo comma, n. 4 del Codice Civile, fattispecie manifestatasi sia al 31 dicembre 2016 sia al 30 giugno 2017.

Infatti, per effetto delle perdite accumulate al 30 giugno 2017, ivi incluse le perdite registrate nei precedenti esercizi, il patrimonio netto della Società risulta essere negativo per Euro 21.749.337. La Società si trova dunque nelle fattispecie previste dall'art. 2447 e dall'art. 2484, primo comma, n. 4, del Codice Civile, seppur temporaneamente non applicabili ai sensi dell'art. 182-sexies L.F. per effetto del deposito della domanda di omologazione dell'Accordo ai sensi e per gli effetti dell'art. 182-bis,

primo comma, L.F..

Il rafforzamento patrimoniale sarà realizzato per effetto dell'esecuzione dell'Accordo, nell'ambito di quanto previsto dall'art. 182-bis L.F., e tenuto conto delle condizioni sospensive in esso previste.

Gli Amministratori segnalano che non esistono, per l'Operazione in esame, consorzi di garanzia e/o di collocamento, né sono previste forme particolari di collocamento, dal momento che l'Aumento di Capitale sarà destinato esclusivamente e irrevocabilmente a HoldCo, mediante compensazione, per pari importo, del relativo prezzo di sottoscrizione con quota parte del Credito Ceduto e con il Credito Ceduto Ulteriore.

Come precisato nella Relazione degli Amministratori, la liberazione dell'Aumento di Capitale e l'emissione degli SFP avverrà mediante compensazione per pari importo, del relativo prezzo di sottoscrizione con crediti vantati da HoldCo e dalle Banche Debito Consolidato nei confronti della Società. Pertanto pur non essendovi acquisizione di nuove risorse finanziarie da parte della Società, la liberazione dell'Aumento di Capitale e l'emissione degli SFP consentirà una riduzione dell'indebitamento complessivo della Società.

In data 4 agosto 2017, il Consiglio di Amministrazione ha determinato i termini e le condizioni dell'Aumento di Capitale. In particolare, il Consiglio di Amministrazione ha determinato in un valore pari a Euro 0,0483 (di cui Euro 0,0135 da destinare a capitale ed Euro 0,0348 da destinare a riserva sovrapprezzo) il prezzo unitario delle nuove azioni da emettere nell'ambito dell'Aumento di Capitale, tenuto conto della disponibilità del destinatario dell'offerta, l'Investitore, a riconoscere tale valore per l'ingresso nel capitale sociale della Società con una quota pari al 71%.

La copertura delle perdite complessive pregresse complessivamente pari ad Euro 38.245.775,04 risultanti dalla situazione patrimoniale al 30 giugno 2017 avverrà come segue: (i) quanto ad Euro 16.145.341,00 per effetto delle sopravvenienze attive ("stralci") derivanti dagli accordi di remissione e di dilazione sottoscritti con i creditori della Società, la cui efficacia è subordinata all'emissione del decreto di omologazione dell'Accordo ai sensi dell'art. 182-bis L.F. da parte del Tribunale di Treviso; (ii) quanto ad Euro 7.200.000,00, mediante utilizzo della riserva sovrapprezzo connessa all'Aumento di Capitale, come meglio descritto di seguito; (iii) quanto ad Euro 14.900.434,04, mediante utilizzo della riserva connessa all'emissione di SFP.

Conseguentemente, gli Amministratori propongono di aumentare il capitale di nominali Euro 2.800.000 da Euro 16.496.437,95 a Euro 19.296.437,95, oltre sovrapprezzo di Euro 7.200.000 (e quindi per l'importo complessivo di Euro 10.000.000), mediante l'emissione di n. 206.944.327 azioni ordinarie al prezzo unitario di Euro 0,0483 (di cui Euro 0,0135 da destinare a capitale ed Euro 0,0348 da destinare a riserva sovrapprezzo), da offrire in via riservata a HoldCo - con esclusione quindi del diritto di opzione a favore degli attuali azionisti ai sensi dell'art. 2441, quinto comma, del Codice Civile, e da liberare anche mediante compensazione di crediti finanziari certi, liquidi ed esigibili.

L'Accordo ed il conseguente Aumento di Capitale rappresentano la conclusione del processo di ristrutturazione dell'indebitamento finanziario e di individuazione di un'operazione tesa al rafforzamento patrimoniale e finanziario della Società e del Gruppo, anche mediante la ricerca di potenziali partner, iniziato a partire dal mese di febbraio 2016, e attraverso cui la Società, insieme al proprio Advisor Finanziario, ha condotto colloqui ed incontri sia con le proprie banche creditrici, sia con soggetti potenzialmente interessati a valutare eventuali operazioni tese al rafforzamento patrimoniale e finanziario dell'Emittente e delle società alla stessa facenti capo.

Tale processo ha condotto all'individuazione di soggetti interessati di primario standing, alcuni dei quali hanno fatto pervenire alla Società proposte formali non vincolanti.

Nell'ambito del processo decisionale che ha condotto all'individuazione dell'Operazione quale strumento più efficace ai fini del conseguimento degli obiettivi sia di strategia industriale sia di rafforzamento patrimoniale e finanziario della Società, il Consiglio di Amministrazione della stessa ha esaminato la possibilità di individuare soluzioni alternative all'Operazione, idonee al raggiungimento dei medesimi obiettivi.

Ad esito di tale esame, il Consiglio di Amministrazione ha constatato l'assenza di soluzioni alternative all'Operazione prospettata praticabili ed altrettanto efficaci e di gradimento del ceto bancario. Il perseguimento di tali obiettivi non sarebbe stato, infatti, possibile tramite operazioni alternative a quella prospettata in assenza di offerte o manifestazioni di interesse concrete da parte di soggetti terzi e equiparabili a quella ricevuta e descritta nella presente Relazione nei suoi tratti essenziali.

L'elevato livello di indebitamento della Società avrebbe, infatti, comunque impedito l'attuazione di operazioni alternative astrattamente idonee a conseguire i medesimi obiettivi come, ad esempio, aumenti di capitale sul mercato che avrebbero comportato rilevanti oneri, tempi di realizzazione non compatibili con le esigenze della Società ed incertezza in merito al successo degli stessi.

In definitiva, a giudizio del Consiglio di Amministrazione, il perfezionamento dell'Operazione (che comprende l'esecuzione dell'Aumento di Capitale nonché l'emissione degli SFP) rappresenta l'unica soluzione effettivamente perseguibile per procurare i mezzi patrimoniali necessari per poter porre in esecuzione il Piano 2016-2022 sotteso al procedimento di ristrutturazione dei debiti, rimuovendo al tempo stesso le fattispecie di cui all'art. 2447 e 2484, primo comma, n. 4 del Codice Civile, che comportano lo scioglimento della Società per la perdita del capitale sociale minimo di legge.

L'Operazione nel suo complesso costituisce per la Società lo strumento per ripristinare i presupposti di continuità aziendale che altrimenti verrebbero meno avuto riguardo alla situazione finanziaria e patrimoniale della Società, come peraltro risulta dall'informativa finanziaria pubblicata dalla Società nel corso degli ultimi anni.

In ragione di quanto riferito, l'esclusione del diritto di opzione risulta pienamente giustificata, costituendo la condizione imprescindibile per conseguire nel modo più rapido ed efficiente possibile l'interesse della Società alla prosecuzione della propria attività operativa con la rimozione delle condizioni di difficoltà verificatesi.

In conclusione, alla luce delle circostanze esistenti, la sottoscrizione e l'esecuzione dell'Accordo ha rappresentato e rappresenta l'unica alternativa concreta per garantire il salvataggio della Società e per evitare una procedura di liquidazione degli attivi aziendali, nell'ambito di una procedura di concordato o di fallimento, nonché per salvaguardare la continuità aziendale della Società, consentendo alla stessa di continuare la propria attività, in una situazione patrimoniale e finanziaria migliore, grazie alla riduzione della propria esposizione debitoria e alla conseguente sua ricapitalizzazione.

Nel caso infatti in cui si fosse addivenuti alla liquidazione della Società, agli attuali azionisti non sarebbe residuo alcun valore e gli stessi avrebbero perso integralmente il loro investimento, in quanto il patrimonio netto della Società è attualmente negativo e la liquidazione degli attivi della stessa non avrebbe verosimilmente consentito, se non in misura parziale, la sola soddisfazione dei creditori della Società, senza alcun beneficio per gli attuali azionisti. Di contro si evidenzia che

l'Accordo consente agli attuali azionisti della Società di mantenere una partecipazione nel suo capitale sociale, benché diluita, nonché di poter beneficiare di futuri ed eventuali incrementi del valore della Società.

4.4 Criteri utilizzati per la determinazione del prezzo di emissione delle Azioni

Nell'ipotesi di esclusione del diritto di opzione ai sensi dell'art 2441, quinto comma, del Codice Civile, il sesto comma del medesimo articolo statuisce che il prezzo di emissione delle azioni è determinato dagli Amministratori "in base al valore del patrimonio netto, tenendo conto, per le azioni quotate in mercati regolamentati, anche dell'andamento delle quotazioni dell'ultimo semestre".

Al riguardo, è opinione comune che il prezzo di emissione con esclusione del diritto di opzione debba essere idoneo, da un lato, a tutelare gli azionisti della Società che sono privati del diritto di opzione, al fine di evitare un'espropriazione del valore delle azioni da loro detenute a beneficio dei terzi e, dall'altro, a consentire di cogliere le migliori opportunità esistenti nell'interesse della Società, nel caso in specie sia sotto il profilo industriale che per la raccolta di risorse finanziarie al servizio del Piano 2016-2022.

La determinazione del prezzo di emissione delle azioni rinveniente dall'Aumento di Capitale implica dunque, oltre ad un giudizio di congruità, anche una valutazione sul corretto bilanciamento tra le posizioni dei soci della Società risultanti prima dell'Aumento di Capitale e di quelli nuovi cui è riservato l'Aumento di Capitale, nonché una valutazione di convenienza, legata ai vantaggi connessi alla creazione di valore che l'Aumento di Capitale con speciali finalità comporta e che, nel caso in discorso, sono riconducibili alla necessità di garantire innanzitutto la continuità aziendale e di perseguire l'obiettivo di rafforzamento patrimoniale alla luce delle difficoltà economiche attraversate dalla Società.

Inoltre si segnala che per sua stessa natura, il prezzo di emissione delle azioni in un'ipotesi di aumento di capitale con esclusione del diritto di opzione è un prezzo di offerta a potenziali sottoscrittori e, come tale, se da un lato deve tener conto del valore del capitale economico attribuibile alla Società, dall'altro deve considerare la disponibilità dei destinatari dell'offerta a riconoscere tale valore di ingresso, tenuto conto di tutte le circostanze, ivi incluse quelle relative alla situazione economico-patrimoniale della Società.

In tale contesto, il Consiglio di Amministrazione della Società ha determinato in un valore unitario pari a Euro 0,0483 (di cui Euro 0,0135 da destinare a capitale ed Euro 0,0348 da destinare a riserva sovrapprezzo), il prezzo di emissione delle nuove azioni rinvenienti dall'Aumento di Capitale. Nell'ambito del processo di determinazione del prezzo di emissione delle nuove azioni, il Consiglio di Amministrazione ha tenuto conto di quanto disposto dall'art. 2441, sesto comma, del Codice Civile, e ha preliminarmente determinato il valore delle azioni in circolazione sulla base del patrimonio netto della Società e del Gruppo alla data del 31 dicembre 2016 e del 30 giugno 2017, nonché dell'andamento delle quotazioni di borsa, nei dodici mesi antecedenti il giorno precedente la firma dell'Accordo Quadro e nel primo semestre 2017, delle azioni in circolazione. Tuttavia a giudizio del Consiglio di Amministrazione, il prezzo di emissione delle nuove azioni rinvenienti dall'Aumento di Capitale non può essere determinato sulla base di alcuno di tali parametri per le ragioni meglio illustrate qui di seguito.

Quanto al primo parametro indicato dall'art. 2441, sesto comma, del Codice Civile, si segnala che sia alla data del 31 dicembre 2016 che alla data del 30 giugno 2017, il patrimonio netto della Società è

del Gruppo risultano entrambi negativi; le azioni ad oggi emesse, pari a 84.526.556 (di cui 2.240 azioni proprie) senza indicazione del valore nominale hanno valore patrimoniale implicito negativo.

Si riportano di seguito il valore del patrimonio netto della Società e del Gruppo contenuti nella situazione patrimoniale al 30 giugno 2017 di Stefanel e nel bilancio consolidato semestrale abbreviato al 30 giugno 2017 approvati dal Consiglio di Amministrazione in data 4 agosto 2017.

(in Euro migliaia)	Stefanel 30 giugno 2017	Gruppo Stefanel 30 giugno 2017
Patrimonio netto della Società e del Gruppo	(21.749)	(36.334)
Numero complessivo di azioni in circolazione alla data*	84.524.316	84.524.316
Valore per azione in Euro	(0,257)	(0,430)

* Al netto di n. 2.240 azioni proprie in portafoglio ordinarie

Si riportano di seguito anche i dati relativi all'ultimo bilancio approvato chiuso al 31 dicembre 2016:

(in Euro migliaia)	Stefanel 31 dicembre 2016	Gruppo Stefanel 31 dicembre 2016
Patrimonio netto della Società e del Gruppo	(15.741)	(23.962)
Numero complessivo di azioni in circolazione alla data*	84.524.316	84.524.316
Valore per azione in Euro	(0,186)	(0,281)

* Al netto di n. 2.240 azioni proprie in portafoglio ordinarie

Pertanto sulla base di tali valori di patrimonio netto, il valore unitario delle azioni di Stefanel in circolazione risulta essere negativo. Per tale ragione non è possibile ancorare il prezzo di emissione delle nuove azioni rinvenienti dall'Aumento di Capitale al valore del patrimonio netto.

Quanto al parametro del prezzo medio delle azioni della Società sul mercato telematico di Borsa Italiana, si riporta qui di seguito la tabella relativa all'andamento delle quotazioni delle azioni Stefanel nei dodici mesi antecedenti il giorno precedente la firma dell'Accordo Quadro e nel periodo 1 gennaio 2017 - 30 giugno 2017, con evidenziazione della volatilità del titolo nel periodo di 12 mesi antecedenti il 22 marzo 2017.

Prezzo medio al 22 marzo 2017	Media Volumi Scambi azionari (in migliaia)	Media aritmetica (in Euro)	Media ponderata (in Euro)
Medio del 22 marzo 2017	373,0	0,13	0,13
Media 1 mese precedente	293,5	0,13	0,13
Media 2 mesi precedenti	431,7	0,13	0,13
Media 3 mesi precedenti	542,4	0,13	0,13
Media 6 mesi precedenti	609,1	0,13	0,13
Media 9 mesi precedenti	474,0	0,15	0,15
Media 12 mesi precedenti	477,9	0,16	0,16

Prezzo medio 1 gennaio 2017 - 30 giugno 2017	Media Volumi Scambi azionari (in migliaia)	Media aritmetica (in Euro)	Media ponderata (in Euro)
Media 1 mese	1.185,0	0,21	0,21
Media 2 mesi	1.058,0	0,21	0,21
Media 3 mesi	1.177,0	0,21	0,21
Media 4 mesi	1.422,0	0,20	0,20
Media 5 mesi	1.210,0	0,18	0,18
Media 6 mesi	1.118,0	0,17	0,17

Inoltre di seguito si riporta la tabella relativa al c.d. *bid-ask spread* (differenza tra prezzo lettera e prezzo denaro) dei titoli azionari Stefanel comparato a quello degli altri titoli del listino FTSE MIB per il periodo antecedente il 22 marzo 2017.

Bid - Ask Spread Analysis	Stefanel	FTSE MIB
Al 22 marzo 2017	1,5%	0,1%
Media di 1 mese	0,7%	0,1%
Media di 3 mesi	0,8%	0,1%
Media di 6 mesi	1,3%	0,1%
Media di 12 mesi	1,6%	0,1%
Media di 24 mesi	1,7%	0,1%
Media di 36 mesi	1,7%	0,1%

Inoltre di seguito si riporta la tabella relativa all'analisi di volatilità del titolo azionario Stefanel comparata a quella degli altri titoli del listino FTSE MIB per il periodo antecedente il 22 marzo 2017.

Analisi di volatilità	Stefanel	FTSE MIB
Volatilità a 30 giorni	37,5	13,9
Volatilità a 90 giorni	63,9	18,3
Volatilità a 180 giorni	88,5	18,5
Volatilità a 360 giorni	77,9	28,3

La media del prezzo ponderato delle azioni Stefanel nei 12 mesi antecedenti la data di annuncio dell'Operazione (22 marzo 2017) e nel primo semestre 2017 risulta essere pari rispettivamente a Euro 0,16 e a Euro 0,17.

Tuttavia a giudizio del Consiglio di Amministrazione, la media ponderata del prezzo di quotazione delle

azioni di Stefanel non può essere utilizzato ai fini della determinazione del prezzo di emissione delle azioni rinvenienti dell'Aumento di Capitale in ragione delle seguenti considerazioni:

- ▶ il mercato dei titoli azionari Stefanel risulta essere particolarmente sottile e caratterizzato da volumi di scambio molto ridotti;
- ▶ la trattazione dei titoli azionari Stefanel risulta essere significativamente più volatile rispetto a quella media registrata nel listino FTSE MIB;
- ▶ il prezzo dei titoli azionari Stefanel si forma sulla base di differenze di prezzo denaro-prezzo lettera rilevanti e significativamente più elevate di quelle registrate nel listino FTSE MIB;
- ▶ il prezzo di quotazione risulta influenzato da fattori di natura speculativa del tutto avulsi dall'effettivo valore delle azioni e pertanto non è attendibile. In particolare, si segnala che anche in situazioni analoghe verificatesi in passato (si vedano i casi Alitalia Linee Aeree Italiane S.p.A., Arquati S.p.A., Parmalat Finanziaria S.p.A., It Holding S.p.A., Premuda S.p.A.), nelle quali il patrimonio delle società in questione era negativo o pressoché pari a zero (con conseguente azzeramento integrale o pressoché integrale del valore delle partecipazioni azionarie), nonostante il mercato fosse a conoscenza dello stato di grave crisi finanziaria, i titoli quotavano a valori superiori allo zero e dunque a prezzi non espressivi del valore reale delle azioni.

In considerazione di quanto precede, il Consiglio di Amministrazione ha dunque proceduto a verificare il valore equo delle azioni sulla base di un metodo basato sull'attualizzazione dei dividendi prospettici (metodo DDM).

Le principali assunzioni utilizzate nell'applicazione del metodo DDM sono di seguito riportate:

- ▶ le assunzioni operative (conto economico fino all'EBIT, attivo fisso e capitale circolante netto normalizzato), fanno riferimento al Piano 2016-2022;
- ▶ non sono inclusi gli effetti di ristrutturazione del debito finanziario connessi all'Operazione;
- ▶ in assenza dell'Operazione è stato previsto l'integrale rimborso del debito finanziario esistente mediante mezzi propri, per un importo determinato complessivamente in Euro 110.000 migliaia;
- ▶ il tasso di attualizzazione utilizzato, coincidente con il costo del capitale proprio, è pari al 13,5% e il tasso "g" è pari al 2,1%;
- ▶ il surplus asset derivante dalle perdite fiscali pregresse è stato valutato pari ad un valore di Euro 12.511 migliaia.

Si riportano di seguito i risultati sintetici dell'applicazione del metodo DDM:

DDM

(in Euro migliaia)	2017B	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	TV
Ricavi	147.688	158.595	172.786	189.066	205.388	220.639	225.267
EBITDA	(2.564)	5.364	9.814	14.782	20.209	24.953	25.477
EBITDA Margin %	(1,7%)	3,4%	5,7%	7,8%	9,8%	11,3%	11,3%

Dividendi	-	-	2.859	6.787	10.752	14.177	16.514
<i>Periodi di attualizzazione</i>	1	2	3	4	5	6	6
<i>Fattore di attualizzazione</i>	0,88	0,78	0,68	0,60	0,53	0,47	0,47
Dividendi attualizzati	-	-	1.957	4.095	5.717	6.644	7.739
Valore attuale dividendi periodo esplicito	18.414						
Valore attuale TV	68.089						
Equity Value Core	86.503						
Utilizzo perdite fiscali	12.511						
Aumento capitale	(110.000)						
Equity Value	(10.986)						

Anche sulla base dell'applicazione di tale metodo di valutazione, il valore delle azioni risulta essere negativo e quindi non può essere preso in considerazione ai fini della determinazione del prezzo di emissione delle azioni rinvenienti dall'Aumento di Capitale.

Per tali ragioni il Consiglio di Amministrazione ha determinato il valore equo di emissione senza tener conto dei criteri di cui sopra.

A giudizio del Consiglio di Amministrazione, nel caso di specie, ai fini della valutazione circa la congruità del prezzo di emissione delle nuove azioni rinvenienti dall'Aumento di Capitale assume valore determinante la circostanza che la selezione degli Investitori sia stata preceduta dalla valutazione comparativa da parte della Società, con il supporto dell'Advisor Finanziario, delle diverse offerte ricevute da terzi potenziali investitori con riferimento al possibile investimento nel capitale sociale della Società.

In particolare, nella selezione dell'Investitore, il Consiglio di Amministrazione ha seguito una procedura trasparente proprio nella prospettiva di selezionare l'offerta formulata nel migliore interesse della Società e dei suoi creditori. Al riguardo, giova rilevare come le diverse manifestazioni di interesse presentate da parte dei potenziali investitori siano pervenute a seguito di un invito della Società a manifestare l'interesse.

All'esito del completamento di tale procedura, ed anche alla luce della valutazione espressa dall'Advisor Finanziario, l'offerta presentata dagli Investitori è stata ritenuta la più vantaggiosa sia sotto il profilo economico che contrattuale, con particolare riferimento alla maggiore certezza del perfezionamento dell'Aumento di Capitale.

5. Difficoltà di valutazione riscontrate dal Consiglio di Amministrazione

Nella Relazione degli Amministratori vengono evidenziate e richiamate le difficoltà di valutazione incontrate dagli Amministratori, relative alla inapplicabilità dei criteri legali previsti dell'art. 2441, sesto comma, del Codice Civile per la determinazione del prezzo di emissione delle nuove azioni nell'ambito dell'Aumento di Capitale, nonché all'inapplicabilità del metodo finanziario ed alle conseguenti difficoltà di valutazione, come precisato nel precedente paragrafo.

6. Risultati emersi dalla valutazione effettuata dal Consiglio di Amministrazione

Il Consiglio di Amministrazione ha determinato in un valore pari a Euro 0,0483 (di cui Euro 0,0135 da destinare a capitale ed Euro 0,0348 da destinare a riserva sovrapprezzo) il prezzo unitario delle nuove azioni da emettere nell'ambito dell'Aumento di Capitale tenuto conto della disponibilità dei destinatari dell'offerta, l'Investitore, a riconoscere tale valore per l'ingresso nel capitale sociale della Società con una quota pari al 71%.

7. Lavoro svolto

Ai fini dell'espletamento del nostro incarico abbiamo svolto le seguenti principali attività:

- i) esaminato i verbali del Consiglio di Amministrazione della Società nonché le eventuali bozze non ancora a libro fino alla data della presente relazione;
- ii) svolto una lettura critica della Relazione degli Amministratori;
- iii) esaminato, per le finalità di cui al presente lavoro, lo Statuto vigente della Società e le relative modifiche richieste e necessarie ai fini dell'operazione;
- iv) 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, in quanto, nelle circostanze, ragionevoli, motivati e non arbitrari;
- v) 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;
- vi) considerato gli elementi necessari ad accertare che tali metodi fossero tecnicamente idonei, nelle specifiche circostanze, a determinare il prezzo di emissione delle nuove azioni;
- vii) analizzato l'andamento delle quotazioni di borsa della Società per intervalli di tempo ritenuti significativi, nonché quella delle società comparabili;
- viii) analizzato il calcolo del prezzo di emissione delle azioni effettuato mediante l'applicazione dei metodi di valutazione adottati dal Consiglio di Amministrazione;
- ix) raccolto, attraverso colloqui con la Direzione della Società, informazioni circa gli eventi verificatisi dopo la chiusura del bilancio consolidato semestrale al 30 giugno 2017, con riferimento a eventuali fatti o circostanze che possano avere un effetto significativo sulla determinazione dei valori oggetto del presente esame, sui dati e sulle informazioni prese a considerazione nello svolgimento delle nostre analisi, nonché sui risultati delle valutazioni.

Abbiamo inoltre ottenuto attestazione che, per quanto a conoscenza della Direzione della Società, non sono intervenute variazioni rilevanti ai dati ed alle informazioni utilizzate nello svolgimento delle nostre analisi, o altri fatti e circostanze che possano avere un impatto significativo sui criteri di determinazione del prezzo di emissione delle azioni indicati nella Relazione degli Amministratori che, come tali, potrebbero essere rilevanti per le finalità della presente relazione.

Le sopradescritte attività sono state svolte nella misura necessaria per il raggiungimento delle finalità dell'incarico, indicate nel paragrafo 1.

8. Commenti sull'adeguatezza dei metodi adottati dagli Amministratori per la determinazione del prezzo di emissione delle azioni

La Relazione predisposta dagli Amministratori per illustrare l'operazione di Aumento di Capitale in esame 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 al servizio del suddetto aumento di capitale.

Al riguardo, in considerazione delle caratteristiche dell'operazione, esprimiamo di seguito le nostre considerazioni sull'adeguatezza, in termini di ragionevolezza e non arbitrarietà, dei metodi di valutazione adottati dagli Amministratori.

Nell'ipotesi di esclusione del diritto di opzione, la norma dell'art. 2441, sesto comma, del Codice Civile, stabilisce che il prezzo di emissione delle azioni deve essere determinato "in base al valore del patrimonio netto, tenendo conto, per le azioni quotate in Borsa, anche dell'andamento delle quotazioni nell'ultimo semestre". Secondo accreditata dottrina, tale disposizione va interpretata nel senso che il prezzo di emissione delle azioni non deve essere necessariamente uguale al valore patrimoniale, dal momento che la sua determinazione deve essere fatta "in base" a tale valore; ciò lascia un margine di discrezionalità agli Amministratori, che potrebbero emettere le nuove azioni ad un prezzo non coincidente con il valore del patrimonio netto. Analogamente, si ritiene che il riferimento della norma all'andamento delle quotazioni nell'ultimo semestre lasci agli Amministratori libertà di scelta nella individuazione del valore dell'azione che possa ritenersi maggiormente rappresentativo della tendenza del mercato nel periodo di osservazione.

Come evidenziato nella Relazione degli Amministratori, nella determinazione del prezzo di emissione delle azioni ai fini dell'Aumento di Capitale in oggetto, non è possibile una mera e rigida applicazione del criterio del patrimonio netto e dell'andamento della quotazione del titolo sopra richiamati, in quanto (i) la Società si trova nella fattispecie prevista dall'articolo 2447 del Codice Civile e presenta un patrimonio netto negativo sia alla data del 31 dicembre 2016 che alla data del 30 giugno 2017; e (ii) l'andamento del titolo Stefanel è stato considerato dagli Amministratori poco attendibile per le ragioni sopra riportate.

Il prezzo di emissione delle nuove azioni relative all'Aumento di Capitale è stato quindi determinato dagli Amministratori, anche sulla base delle considerazioni dell'Advisor Finanziario, non attraverso l'applicazione del criterio del patrimonio netto e dell'andamento della quotazione esplicitamente previsti dal Codice Civile, ma sulla base delle trattative intercorse fra Stefanel e gli altri soggetti coinvolti, i quali hanno riconosciuto a Stefanel un maggior valore anche rispetto al valore delle azioni Stefanel determinato dal Consiglio di Amministrazione sulla base del metodo DDM.

Come evidenziato nella Relazione degli Amministratori, alla luce delle circostanze esistenti, l'Operazione nel suo complesso rappresenta allo stato dei fatti, l'unica alternativa concreta per garantire il salvataggio della Società e del Gruppo e quindi per evitare una procedura concorsuale di liquidazione degli attivi aziendali, nell'ambito di uno scenario di tipo liquidatorio/fallimentare, nonché per salvaguardare la continuità aziendale della Società e del Gruppo, consentendo alla Società ed al Gruppo di continuare la propria attività, in una situazione finanziaria/patrimoniale migliorata, grazie all'ingresso nel capitale della Società di investitori che hanno assunto impegni vincolanti per il risanamento della Società.

Come sottolineato dagli Amministratori, laddove non fosse possibile eseguire quanto previsto nell'Accordo, stante la situazione ex art. 2447 del Codice Civile in cui versa la Società, agli azionisti non residuerebbe alcun valore della Società ed avrebbero perso integralmente il loro investimento. Di contro gli Amministratori evidenziano come le operazioni previste dall'Accordo di Investimento consentano agli attuali azionisti di mantenere una partecipazione nel capitale sociale, seppure diluita, offrendo loro la possibilità di beneficiare di futuri eventuali incrementi di valore.

Conseguentemente, la congruità del prezzo di emissione delle azioni deve essere considerata tenuto conto innanzitutto del processo di negoziazione svolto dagli Amministratori con le altre parti coinvolte e che infine l'esecuzione dell'Accordo permetterebbe di mantenere il presupposto della continuità aziendale.

9. Limiti specifici incontrati dal revisore ed eventuali altri aspetti di rilievo emersi nell'espletamento del presente incarico

Come in precedenza evidenziato, nell'esecuzione del nostro incarico abbiamo utilizzato dati, documenti ed informazioni forniti dalla Società, assumendone la veridicità, correttezza e completezza, senza svolgere verifiche al riguardo. Parimenti non abbiamo effettuato una valutazione economica della Società né dei beni oggetto di conferimento. Allo stesso modo, non sono state eseguite, sempre perché estranee all'ambito del nostro incarico, verifiche e/o valutazioni della validità e/o efficacia delle operazioni effettuate, dell'Accordo e degli accordi stipulati dalla Società con i creditori finanziari e non. Parimenti, non abbiamo effettuato analisi o valutazioni di natura legale circa la congruità, le modalità e le tempistiche dell'operazione, o per l'utilizzo dell'esdebitazione per il ripianamento delle perdite, anche ai sensi e nel contesto dell'art. 2447 del Codice Civile.

La revisione legale sul bilancio d'esercizio e consolidato al 31 dicembre 2016 si è conclusa con una impossibilità di esprimere un giudizio sui bilanci suindicati, rilevando che il presupposto della continuità aziendale è soggetto a molteplici significative incertezze con potenziali interazioni e possibili effetti cumulati sul bilancio d'esercizio e consolidato, così come richiamati nelle nostre relazioni di revisione emesse in data 28 aprile 2017. Parimenti la revisione contabile limitata sul bilancio consolidato semestrale abbreviato al 30 giugno 2017 si è conclusa con una impossibilità di esprimere una conclusione sul bilancio suindicato, rilevando che il presupposto della continuità aziendale continua ad essere soggetto a molteplici significative incertezze con potenziali interazioni e possibili effetti cumulati sul bilancio consolidato semestrale abbreviato, così come richiamati nella nostra relazione di revisione contabile limitata emessa in data 4 agosto 2017. La presente relazione non modifica in alcun modo le conclusioni da noi raggiunte e contenute nelle nostre relazioni di revisione sul bilancio d'esercizio e consolidato al 31 dicembre 2016 né sul bilancio consolidato semestrale abbreviato al 30 giugno 2017, né implica il superamento delle molteplici significative incertezze riportate in tali relazioni di revisione.

Come evidenziato dagli Amministratori, alla luce delle circostanze esistenti, l'Accordo ed il conseguente Aumento di Capitale in oggetto e l'emissione degli SFP rappresentano allo stato attuale l'unica alternativa concreta per garantire il salvataggio della Società e del Gruppo ed evitare quindi uno scenario di tipo liquidatorio e/o fallimentare, nonché l'alternativa più vantaggiosa sia sotto il profilo economico e quella che presenta una maggiore certezza sotto il profilo contrattuale. Inoltre, come sottolineato dagli Amministratori, tale operazione, così come articolata e definita,

consentirebbe alla Società ed al Gruppo un effettivo rilancio aziendale,

L'Accordo sarà eseguibile soltanto subordinatamente alla completa rimozione delle Condizioni Sospensive dell'Accordo, definite all'interno dello stesso. Tali Condizioni Sospensive sono esplicitate nel precedente paragrafo 4.2.

In relazione alle Condizioni Sospensive dell'Accordo, occorre inoltre evidenziare che, alla data della presente relazione:

- i) l'emissione del decreto di omologazione definitiva dell'Accordo da parte del Tribunale di Treviso, l'intervenuto decorso del termine di 15 giorni dalla pubblicazione del decreto di omologazione dell'Accordo, senza che sia stato presentato alcun reclamo ai sensi dell'art. 182-bis, quinto comma, L.F. ovvero il loro rigetto in caso di presentazione di uno o più reclami, non sono ancora avvenute;
- ii) la consegna da parte della Società di determinati documenti/dichiarazioni usuali nell'ambito di accordi e operazioni di ristrutturazione del debito, non è ancora stata effettuata;
- iii) talune ipotesi di eventi, previste nel contesto dell'Accordo, che potrebbero determinare la risoluzione per inadempimento dell'Accordo medesimo ex art. 1456 del Codice Civile, ovvero la risoluzione di diritto dello stesso ai sensi dell'art. 1353 del Codice Civile, non si sono realizzate.

Parimenti la sottoscrizione dell'Aumento di Capitale sarà eseguibile soltanto subordinatamente al verificarsi delle Condizioni Sospensive dell'Aumento di Capitale, esplicitate nel precedente paragrafo 4.2, che alla data della presente relazione non si sono ancora realizzate.

Conseguentemente, in caso di mancato avveramento delle Condizioni Sospensive dell'Accordo e delle Condizioni Sospensive dell'Aumento di Capitale, o in caso di avveramento di tali Condizioni Sospensive in modalità o termini differenti da quanto attualmente previsto alla data della presente relazione, le considerazioni e conclusioni contenute nella presente relazione, non saranno o potrebbero non essere più valide o applicabili.

Come precedentemente evidenziato, nella determinazione del prezzo di sottoscrizione delle azioni di nuova emissione, non è possibile l'applicazione rigida del criterio del patrimonio netto e dell'andamento della quotazione del titolo esplicitamente previsti dall'art. 2441, sesto comma, del Codice Civile, in quanto (i) la Società si trova nella fattispecie prevista dall'art. 2447 del Codice Civile e presenta un patrimonio netto negativo sia alla data del 31 dicembre 2016 che alla data del 30 giugno 2017; e (ii) il titolo Stefanel non può considerarsi liquido e quindi il suo valore non è rappresentativo del reale valore della Società e del Gruppo.

Conseguentemente, nel caso di specie, la congruità del prezzo di emissione delle azioni è stata considerata principalmente in relazione all'adeguatezza dei criteri seguiti dagli Amministratori nel processo di negoziazione intercorso con gli Investitori e le altre Parti dell'Accordo e tenuto conto di alcuni fattori quali:

- i) l'impossibilità, in assenza del perfezionamento dell'operazione, di proseguire l'operatività in una logica di continuità aziendale stante l'attuale situazione di deficit patrimoniale della Società e del Gruppo;
- ii) l'assenza di operazioni alternative a quella sopra delineata;

- iii) il prezzo di Euro 0,0483 per azione include un maggior valore anche rispetto al valore delle azioni di Stefanel determinato dagli Amministratori con il metodo DDM.

10. Conclusioni

Tutto ciò premesso, sulla base della documentazione esaminata e delle procedure sopra indicate, tenuto conto della natura e portata del nostro lavoro come indicati nella presente relazione, fermo restando quanto evidenziato al precedente paragrafo 9. ed assumendo il verificarsi delle fattispecie e delle Condizioni Sospensive in esso evidenziate, riteniamo che i metodi di valutazione adottati dagli Amministratori siano adeguati nel contesto dell'operazione, in quanto nelle circostanze ragionevoli e non arbitrari, e che gli stessi siano stati correttamente applicati, ai fini della determinazione del prezzo di emissione, pari ad 0,0483 Euro, delle nuove azioni nell'ambito dell'aumento di capitale con esclusione del diritto di opzione ai sensi dell'art. 2441, sesto comma, del Codice Civile.

Treviso, 31 agosto 2017

EY S.p.A.



Claudio Passelli
(Socio)